

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Fundamentální analýza akcií společnosti Vítkovice, a. s.

Fundamental Analysis of Vítkovice, a. s.

Student:
Vedoucí diplomové práce:

Bc. Daniela Hladíková
Ing. Petr Sed'a, Ph.D.

Ostrava 2017

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Daniela Hladíková**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Téma: **Fundamentální analýza společnosti Vítkovice, a.s.**
Fundamental Analysis of Vítkovice, a.s.
Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Podstata fundamentální analýzy
 3. Globální a odvětvová analýza
 4. Firemní analýza a stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Vítkovice, a.s.
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

McMILLAN, Michael G. *Investments: principles of portfolio and equity analysis*. 1st ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011. 656 s. ISBN 9780470915806.
MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Petr Sed'a, Ph.D.**

Datum zadání: 18.11.2016

Datum odevzdání: 21.04.2017

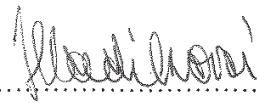
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

“Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.”

V Ostravě dne 18. dubna 2017



Bc. Daniela Hladíková

Na tomto místě bych ráda věnovala své poděkování Ing. Petrovi Sed'ovi, Ph.D. za jeho cenné připomínky, odborné rady a doporučení, ochotu a čas, které věnoval této diplomové práci a kterými rovněž přispěl k vytvoření této diplomové práce.

Obsah

1	Úvod	6
2	Podstata fundamentální analýzy	8
2.1	Globální fundamentální analýza	9
2.1.1	Reálný výstup ekonomiky	9
2.1.2	Úrokové míry	10
2.1.3	Inflace	11
2.1.4	Mezinárodní pohyb kapitálu	11
2.1.5	Peněžní nabídka	11
2.1.6	Fiskální politika	12
2.1.7	Kvalita investičního prostředí	12
2.1.8	Devizové kurzy	13
2.2	Odvětvová analýza	14
2.2.1	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	14
2.2.2	Životní cyklus odvětví	15
2.2.3	Tržní struktura odvětví	16
2.2.4	Způsoby statní regulace v odvětví	17
2.3	Firemní fundamentální analýza	17
2.3.1	Ukazatele rentability	18
2.3.2	Ukazatele likvidity	19
2.3.3	Ukazatele zadluženosti	20
2.3.4	Ukazatele aktivity	22
2.3.5	Ukazatele kapitálového trhu	23
2.4	Metody stanovení vnitřní hodnoty akcie	24
2.4.1	Dividendové diskontní modely	25
2.4.2	Ziskové modely	27
2.4.3	Bilanční modely	29

2.4.4	Cash flow modely	30
2.4.5	Historické modely	32
2.4.6	Vstupní parametry	33
2.5	SWOT analýza	36
3	Globální a odvětvová analýza.....	38
3.1	Globální fundamentální analýza	38
3.1.1	Reálný výstup ekonomiky	38
3.1.2	Úrokové míry	41
3.1.3	Inflace	42
3.1.4	Peněžní nabídka	44
3.1.5	Fiskální politika	46
3.1.6	Devizové kurzy	47
3.2	Odvětvová fundamentální analýza	48
3.2.1	Analýza trhu strojírenského odvětví	48
3.2.2	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	52
3.2.3	Konkurenční prostředí	53
3.2.4	Bariéry vstupu do odvětví	54
3.2.5	Tržní struktura odvětví	55
4	Firemní analýza a stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Vítkovice, a.s....	57
4.1	Charakteristika společnosti VÍTKOVICE, a.s.	57
4.1.1	Základní charakteristické údaje společnosti	58
4.1.2	Vlastnická struktura	58
4.1.3	Organizační struktura	60
4.1.4	Dividendová a investiční politika společnosti	60
4.1.5	Zaměstnanci	61
4.1.6	Strategický výhled do budoucna	62
4.1.7	Základní údaje o akciích společnosti Vítkovice, a.s.	62
4.2	Finanční analýza	65

4.2.1	Ukazatele rentability	65
4.2.2	Ukazatele likvidity	66
4.2.3	Ukazatele zadluženosti.....	67
4.2.4	Ukazatele aktivity	68
4.2.5	Ukazatele kapitálového trhu	69
4.3	SWOT analýza	71
4.4	Stanovení vnitřní hodnoty akcie	72
4.4.1	Vstupní parametry	72
4.4.2	Cash flow modely	82
4.4.3	Bilanční modely	83
4.4.4	Historické modely	85
4.5	Shrnutí dosažených výsledků fundamentální analýzy	87
5	Závěr	91
	Seznam použité literatury.....	93
	Seznam zkratk.....	97
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Na finančním trhu se investuje ve formě půjček, které mají podobu nákupu různých finančních nástrojů investory od protistran. Touto protistranou mohou být velké či menší finanční či nefinanční soukromé nebo veřejné společnosti, opatřující si dodatečný kapitál na rozvoj svého podnikání emisí dluhopisů nebo akcií.

Akcie jsou majetkové cenné papíry, se kterými se obchoduje na burzách cenných papírů nebo na mimoburzovních trzích, kde se tak určuje jejich cena nabídky a poptávky. Pro investory akcie přináší zisk jak z vyplácených dividend, tak z růstu kapitalizace akcie, proto je pro investory důležité odhadnout nákup správných akcií ve vhodnou dobu s cílem zhodnocení peněžních prostředků, které do nich vložili. Nebo může nastat situace špatné investice do akcie ve špatný čas, kdy dojde ke znehodnocení peněžních prostředků do nich vložených, proto je obchod s akciemi velmi rizikový.

Pro investory existuje řada analytických metod, jak správně vložit peněžní prostředky do správných akciových instrumentů. Pomocí těchto metod můžou analytici vysvětlit minulé a současné pohyby akciových kurzů a následně určit budoucí vývoj kurzu akciového titulu. Výsledkem je většinou investiční doporučení analytika.

V dnešní době, kdy je velká globalizace trhu a celkový rozvoj v investování existuje mnoho metod v přístupu k analýze finančních instrumentů, mezi které se řadí i fundamentální analýza, která určuje, jestli je daný akciový titul správně ohodnocen.

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Vítkovice a.s., a to za pomoci vybraných metod a postupů fundamentální analýzy. Fundamentální analýza je rozdělena do tří úrovní analýz, kterými jsou globální analýza, odvětvová analýza a firemní analýza, které ovlivňují výši kurzu akcie. Výsledkem fundamentální analýzy je určení, jestli je akcie na trhu podhodnocena, nadhodnocena nebo správně oceněna na trhu.

Diplomová práce je rozdělena do pěti základních kapitol, včetně úvodu a závěru. První kapitola představuje úvod, druhá kapitola se zaměřuje na teoreticko-metodická východiska, předmětem třetí a čtvrté kapitoly je aplikačně-ověřovací část a pátou kapitolou je závěr.

Předmětem druhé teoreticko-metodologické kapitoly je nejprve charakteristika a podstata fundamentální analýzy, její komplexní rozbor a určení směru, ze kterého bude na fundamentální analýzu pohlíženo. Další částí této kapitoly je charakteristika globální analýzy, popis jednotlivých makroekonomických indikátorů globální analýzy a zhodnocení jejich vztahů vzhledem k akciovému instrumentu. Další podkapitolou je odvětvová analýza, kde je rozebrána její charakteristika, postup a určení, jak odvětví působí na výši kurzu akcie

a jak se jednotlivá odvětví liší. Poslední částí fundamentální analýzy je firemní analýza, která ovlivňuje a vytváří vnitřní hodnotu akcie. Součástí této analýzy a podkapitoly je také finanční analýza, která zahrnuje matematické vztahy jednotlivých ukazatelů pro hodnocení finančního zdraví společnosti. Důležitou částí druhé kapitoly jsou metody stanovení vnitřní hodnoty akcie, kde jsou blíže tyto metody rozebrány v jednotlivých podkapitolách jako je dividendový diskontní model, ziskové modely, bilanční modely, cash flow modely, historické modely a jejich matematické a teoretické vztahy. Doplnující informaci pro fundamentální analýzu je podkapitola SWOT analýzy, která slouží k analýze výkonu společnosti a jejího prostředí.

Obsahem třetí aplikačně-ověřovací kapitoly je globální a odvětvová analýza, kde v první části je rozebrána globální analýza, která je zhodnocena prostřednictvím vývoje makroekonomických indikátorů podle přesných dat a budoucí prognóza těchto indikátorů na následující dva roky. Další podkapitola je odvětvová analýza, kde je zhodnocen vývoj odvětví společnosti Vítkovice a.s., charakteristika faktorů, rysů a specifík odvětví, které působí na vnitřní hodnotu akcie. V dílčích podkapitolách jsou tyto faktory, jako je citlivost odvětví na hospodářském cyklu, konkurenční prostředí v odvětví nebo tržní struktura v odvětví, blíže rozebrány.

Čtvrtá kapitola, která je také součástí aplikačně-metodické části, se zabývá důležitou částí fundamentální analýzy, jako je firemní analýza a stanovení vnitřní hodnoty akcie. První podkapitolou je charakteristika společnosti Vítkovice a.s., jejíž součástí jsou základní údaje o společnosti a její předmět činnosti, dále je rozebrána vlastnická a organizační struktura, investiční a dividendová politika a politika zaměstnanců. Další částí této kapitoly je firemní analýza, kde jsou propočteny jednotlivé ukazatele důležité pro určení minulého, současného a budoucího vývoje společnosti Vítkovice a.s. pro sledované období 2010 až 2015. V další podkapitole je provedena SWOT analýza, která se považuje za doplňující informaci fundamentální analýzy. Dále je stanovena vnitřní hodnota akcie pomocí propočtů vybraných modelů, následné zhodnocení a porovnání těchto modelů. Závěrem této kapitoly je shrnutí dosažených výsledků z třetí a z této kapitoly, kde na začátku bylo zhodnocení globální a odvětvové analýzy, následné propočty finanční analýzy a propočty modelů pro stanovení vnitřní hodnoty akcie, kde budou výpočty zhodnoceny a porovnány. Všechny výpočty budou provedeny na datech pro sledované období 2010 až 2015. Součástí této části kapitoly bude zhodnocení celého výstupu fundamentální analýzy v rámci investičního doporučení a zjištění cíle, jestli je akcie na trhu podhodnocena, nadhodnocena nebo správně oceněna.

Všechny výpočty v diplomové práci jsou provedeny v programu Microsoft Excel.

2 Podstata fundamentální analýzy

Cílem této kapitoly bude popsat podstatu fundamentální analýzy a její jednotlivé části. První částí je globální analýza, pomocí níž lze zhodnotit vliv celé ekonomiky a trhu na určitou akcii. Jednotlivé vybrané indikátory budou popsány v jednotlivých podkapitolách. Druhou částí bude odvětvová analýza, která je zaměřena na citlivost odvětví na hospodářském cyklu, životní cyklus odvětví, tržní strukturu a regulaci v odvětví. Poslední částí je firemní fundamentální analýza, kde budou popsány jednotlivé poměrové ukazatele a predikční modely hodnotící finanční úroveň.

Fundamentální akciová analýza je komplexním analytickým přístupem, který vysvětluje pohyb akciových kurzů pomocí ekonomických, politických, sociálních, geografických, demografických faktorů a událostí. Další možnosti, jak analyzovat akcie, ale i další finanční instrumenty a komodity, je za pomoci technické a psychologické analýzy. Technická analýza, na rozdíl od fundamentální analýzy, se nezabývá fundamentálními faktory, ale zaměřuje se přímo na aktivitu a pohyb na trzích akcií, na tržní historická data. Psychologická analýza vychází z lidského chování při investování, čímž je odlišná od technické a fundamentální analýzy.

Fundamentální analýza je velmi komplexní analýzou, nezkoumá jen fundamentální faktory, jako jsou např. zadluženost, likvidita, kvalita managementu, historické a očekávané zisky a dividendy dané společnosti. Zaměřuje se také na globální a odvětvové faktory, na kterých společnost existuje a působí, což rovněž ovlivňuje hodnotu firmy a jejích akcií.

Podle faktorů, které zkoumá, lze fundamentální akciovou analýzu rozdělit na tři následující úrovně: globální fundamentální analýza, odvětvová analýza a firemní fundamentální analýza. Analytik může fundamentální analýzu provádět buď seshora, jak je uvedeno, nebo zezdola, to znamená v opačném pořadí, než je uvedeno.

Cílem fundamentální analýzy je odpovědět na otázku, jestli je akcie nadhodnocena, podhodnocena, nebo správně oceněna na trhu a také důvod, proč tomu tak a jestli lze do budoucna očekávat růst nebo pokles. Fundamentální analýza dokáže na trhu identifikovat správně a špatně oceněné akcie, proto je možné provést správný výběr akciových titulů do portfolia. Fundamentální analýza se opírá o účetní a statická data společnosti, odvětví a ekonomik, které jsou veřejně dostupná. Jedná se jak o data historická nebo současná, tak aktuální. Ve fundamentální analýze převládá střednědobý až dlouhodobý investiční horizont (Veselá, 2011).

V praktickém využití fundamentální analýzy hraje roli efektivnost trhu. Na středně – silné formě efektivnosti je těžké dlouhodobě na trhu odhalovat špatně oceněné akcie. Zatímco na slabé formě efektivnosti je fundamentální analýza úspěšná (Rejnuš, 2014).

Na problematiku jednotlivých úrovní fundamentální analýzy bude pohlíženo cestou seshora, která představuje logičtější a praktičtější postup.

2.1 Globální fundamentální analýza

Pomocí globální analýzy lze zhodnotit vliv celé ekonomiky a trhu na hodnotu určité akcie. Pro popis vývoje ekonomik a trhů lze vysledovat různé druhy globálních makroekonomických indikátorů, kterými jsou např. reálný výstup ekonomiky, úrokové sazby, inflace, mezinárodní pohyb kapitálu, trh práce, fiskální politika, devizové kurzy apod.

Mezi akciovými trhy a indikátory globální analýzy existují různé vazby a vztahy, které mohou být pochopeny jako východisko pro prognózu budoucího vývoje akciových kurzů. Mezi těmito veličinami může vzniknout časový nesoulad mezi indikátorem a akciovým trhem, a to buď tím, že indikátor předbíhá vývoj akciového trhu, nebo naopak opožděně reaguje na vývoj trhu. Existuje mnoho vysvětlení pro tento inverzní vztah. Jedna z možností vysvětlení je ohodnocení akciových instrumentů, který převádí diskontované budoucí příjmy z akcií na současné hodnoty. Diskontním faktorem je výnosová míra investora, jehož úroveň je ovlivněna úrokovou mírou. To znamená, že s růstem úrokových měr roste i požadovaná výnosová míra investora, což má za následek pokles současné hodnoty budoucích příjmů, a to tedy vede i k poklesu správné ceny akcie (Veselá, 2011).

Je důležité si uvědomit, že reakce akciového trhu je velice ovlivněna pocity a očekáváním investorů, což vede k zatížení fundamentální analýzy, která stojí hlavně na statistických, faktických a účetních datech.

2.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Jak uvádí Musílek (2011) na akciových trzích existuje v dlouhém období velmi těsný vztah mezi výstupem reálné ekonomiky a akciovými kursy. V kratším období vztah mezi změnou ekonomické úrovně a akciovými kursy tak pevný není. Naopak by se dalo říci, že je obrácený. Ve většině případů akciové kursy předbíhají vývoj reálné ekonomiky o 3 až 9 měsíců, proto je akciový index považován za nejvíce spolehlivý indikátor pro predikci změny jednotlivých fází hospodářského cyklu a je nejvíce využívaným indikátorem pro investory.

Důvodů, proč akciové kursy předbíhají reálný výstup ekonomiky, může být několik, např. investoři se rozhodují spíše na základě očekávaného ekonomického vývoje než podle

současné situace nebo naopak investoři se rozhodují podle současné situace, ale indikátory, které sledují, předbíhají reálný výstup ekonomiky.

Růst nebo pokles akciové trhu ovlivňuje chování firem. Při vzestupu akciového trhu se zvyšuje vlna optimismu – firmy více investují a jsou podnikatelsky aktivnější, což vede k růstu ekonomiky. Při poklesu akciového trhu zasáhne firmy pesimistická vlna, která je spojena s poklesem reálného výstupu ekonomiky.

V posledních několika desetiletí je v primárním trendu neustálý růst reálného výstupu ekonomiky a akciových kurzů, tato skutečnost je odůvodněna zvyšující se životní a ekonomickou úrovní (Vesela, 2011).

2.1.2 Úrokové míry

Podle studií (Vesela, 2011) by měl platit vztah, pokud vzrostou úrokové míry, poklesnou akciové kurzy a naopak. To znamená, že vztah mezi vývojem úrokových měr a akciových kurzů je inverzní. Jedním z vysvětlení tohoto vztahu může být princip ohodnocování akciových instrumentů, který spočívá v převodu v diskontování budoucích příjmů na současnou hodnotu. Za diskontní faktor se může považovat požadovaná výnosová míra investora, popř. průměrné vážené náklady kapitálu, což způsobuje pokles ceny akcie. Dalším vysvětlením může být vztah mezi akciovými a dluhopisovými trhy, kdy v období rostoucích úrokových měr dochází k poklesu očekávaných výnosů na akciových trzích a růstu na dluhopisovém trhu. Investoři přesouvají svoje investice z akciového trhu na trh dluhopisový. Klesne poptávka po akciích, což má za následek pokles jejich cen. Naopak při poklesu úrokových měr je výnos na dluhopisovém trhu nízký a ceny dluhopisů vysoké, to vede k jejich prodeji a k investičnímu přesunu na akciový trh, to zvýší poptávku po akciích a růst jejich cen.

Vzestup úrokových měr bývá nejčastěji před vrcholem hospodářského cyklu a výrazný pokles je před vytvořením dna hospodářského cyklu. Za významné vysvětlení také může být na trhu volných finančních zdrojů, jejichž cenou je úrok. S růstem úrokové míry roste cena volných finančních zdrojů, což znamená, že finanční zdroje jsou pro firmy dražší a firmy méně investují, protože se investiční projekty stávají nerentabilní. Omezení těchto investičních projektů znamená nižší zisky firem, což má za následek pokles akciových kurzů. Tyto vztahy samozřejmě platí i naopak.

Takovýchto redukováných modelů by mohlo být více, ale je třeba si uvědomit, že v praxi je vztah mezi úrokovou mírou a akciových kurzů složitější a hlavní roli hrají očekávání a pocity investorů (Veselá, 2011).

2.1.3 Inlace

Vztah mezi vývojem inflace a tržními cenami akcií není jednoznačný. Někteří ekonomové vychází ze vztahu, že akcie jsou inflačně neutrální. To vychází z předpokladu, že změna inflačního očekávání nemá žádný vliv na reálnou výnosovou míru z akcií. Na druhou stranu empirické studie uznávají, že akcie v dlouhém období přinášejí pozitivní reálnou výnosovou míru, ale v kratším inflačním období nedokáže reálná výnosová míra držet tempo s růstem inflace. Při zvýšené inflaci je držba akcií spojována s negativní reálnou výnosovou mírou. V poslední době mnoho ekonomů zkoumalo příčinu vztahu mezi výnosovou mírou a cenou akcií, proto existuje celá řada hypotéz, kterými se snaží vysvětlit slabou negativní vazbu mezi vývojem akciového kurzu a inflace (Musílek, 2011).

Například hypotéza peněžní iluze, je postavena na nerozlišování nominální a reálné požadované výnosové míře, která mají funkci diskontního faktoru. Když je v ohodnocování modelech použita nominální úroková míra, která s inflací roste, protože zahrnuje v sobě inflaci. Pokud dochází k růstu nominální požadované výnosové míry v situaci inflace, a přitom očekávané budoucí příjmy diskontované těmito výnosovými měrami nejsou investorem opraveny o očekávanou inflaci, dochází k podhodnocení správných cen akcií, které jsou výsledkem ohodnocení (Veselá, 2011).

2.1.4 Mezinárodní pohyb kapitálu

Většina akciových trhů ve vyspělých i rozvojových státech je liberalizovaná pro zahraniční investory a neexistují na trzích žádné restriktce. Investoři hledají na globálních trzích finanční instrumenty s nejvyšší očekávanou výnosovou mírou při co nejnížší rizikovosti a nejvyšší míře likvidity, což má za následek přemísťování kapitálu z jedné země do druhé. Tyto pohyby, kdy se finanční prostředky přesouvají na podhodnocené trhy, mají velký vliv na volatilitu akciových kursů. Příliv zahraničního kapitálu znamená vzestup akciových kursů, zatímco odliv zahraničního kapitálu znamená pokles akciových kursů.

Akcie významných korporací se obchodují současně na několika světových burzách, což způsobuje, že vzestup na jednom trhu znamená i následné vzestupy na dalších trzích. Při analyzování akciových instrumentů existuje riziko okamžitého odlivu kapitálu (Rejnuš, 2014).

2.1.5 Peněžní nabídka

V krátkém období má peněžní nabídka k akciovým kurzům pozitivní vztah a zároveň předbíhá pohyby akciových kursů, to tedy znamená, že v případě rostoucí tendence peněžní nabídky, by měl nastat i růst akciových kursů za několik týdnů.

Tento vztah je vysvětlen efektem likvidity, kdy centrální banka umožní v monetární politice zvýšení peněžní nabídky, při konstantní poptávce po penězích. Investoři dodatečně

peníze investují na akciových trzích, kde v krátkém období je nabídka akcií fixní, díky čemuž dojde k vzestupu cen akcií.

Dalším vysvětlením je, že při růstu peněžní nabídky začnou investoři nakupovat více dluhopisů, což bude mít za následek nárůst jejich tržních cen, tedy i poklesu výnosnosti. To bude mít za následek růst poptávky po akciích, a tedy i růst tržních cen akcií.

Posledním zásadním zdůvodněním, které uvádí (Rejnuš, 2014), je zvýšení peněžní nabídky, které způsobí pokles úrokových sazeb, což zvýší investiční aktivitu firem. Zvýší se očekávané zisky těchto firem, tím pádem i jejich budoucí vyplacené dividendy a dojde k růstu tržních cen akcií.

Tento pozitivní vztah mezi peněžní nabídkou a akciovými kurzy čím dál tím víc slábne. Podle nedávných studií je to vysvětleno změnami v měnové politice centrální banky.

2.1.6 Fiskální politika

Jak zmiňuje Rejnuš (2014) daně z příjmu značně ovlivňují atraktivnost akcií, protože snižují dosažené hrubé zisky firem. To se projevuje negativně u vyplacení dividend a rozvoje akciové společnosti. Vyplacené dividendy se znovu daní i kapitálové příjmy, které vznikají z rozdílu prodejních a nákupních cen. To snižuje tržní cenu akcií a zároveň snižuje atraktivnost akcie.

Dalším efektem je tzv. „transfer pricing“ jeho princip spočívá v tom, že každý stát má různé daňové sazby. Nadnárodní holding provádějí skryté kapitálové toky, které spočívají v tom, že firmy umístěné v různých zemích mezi sebou prodávají zboží a služby takovým způsobem, aby celá nadnárodní společnost vykazovala co nejvyšší zisk. Tyto transakce nejsou příznivé pro společnosti, jejichž země mají vysoké daňové sazby, protože firmy s vysokou mírou zdanění vykazují jen malé zisky a firmy s nízkou mírou zdanění vykazují vysoké zisky. Na takto zkreslené hospodářské výsledky reagují kurzy akcií, kdy u ziskové společnosti rostou a u neziskových klesají (Veselá, 2011).

Výdajová politika vlády je dalším faktorem, která má na cenu akcií pozitivní vliv, pokud jsou použity na nákup produktů a služeb příslušných akciových společností nebo naopak negativní vliv má v případě, zvyšují-li rozpočtový deficit, který musí být financován emisí vládních dluhopisů, což má za následek zvyšování úrokových sazeb (Rejnuš 2014).

2.1.7 Kvalita investičního prostředí

Kvalita investičního prostředí může buď povzbudit nebo také nevzbudit důvěru k investování. Investoři nejvíce věnují pozornost transparentnosti, bezpečnosti a stabilitě investičního prostředí. Existuje několik faktorů, které se podílejí na kvalitě investičního prostředí, těmito faktory jsou cenové regulace a černý trh, korupce, hospodářská kriminalita a právní systém, ekonomické a politické šoky.

- **Cenová regulace a černý trh**

Je existence dvojích cen, a to cen oficiálních a cen dosahovaných na černém trhu, čím více jsou tyto ceny odlišné tím větší ekonomické problémy nastanou. Tyto ceny signalizují rozdíl, který bude muset být někým v budoucnosti zaplacen.

- **Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém**

Z pohledu investorů nepovažují za negativní vliv pouze korupci a hospodářskou kriminalitu, ale také nedostatečnou legislativu hlavně v oblasti soukromého majetku, kdy může být znehodnocen nebo ukraden. Tento faktor, proto také ovlivňuje zájmy investorů, kolik budou investovat na daném trhu. (Rejnuš, 2014)

- **Ekonomické a politické šoky**

Ekonomické a politické šoky mohou ovlivnit akciový kurz buď pozitivně nebo také negativně. Mají výrazný vliv především v krátkém období a po odeznění nastává na akciových trzích velmi silný reverzní pohyb tržních cen akcií. Šokové situace jsou náhodným jevem, které nejsou kontrolovány jak managementem akciových společností, tak ani správcem portfolií (Musílek, 2011).

Za ekonomickým šokem se dají považovat například vznik hyperinflace, ropné šoky, obchodní a cenové války, výrazné změny devizových kurzů důležitých světových měn. Politickými šoky mohou být například válečné konflikty, neočekávané volební výsledky, demise vlád, revoluce.

2.1.8 Devizové kurzy

Mezi analytiky je názor, že vztah mezi devizovými a akciovými kurzy vůbec není jednoznačný. Devizové kurzy významně působí na firmu, protože ovlivňují výši nákladů a zisků. Devizové kurzy také na druhou stranu podléhají makroekonomickým a globálním vlivům, které buď přímo nebo nepřímo ovlivňují akciové trhy (Veselá, 2011).

Dalším faktorem, který působí na globální fundamentální analýzu, je nízká likvidita, která se projevuje poměrně vysokými časovými prodlevami a transakčními náklady mezi nákupem a prodejem. Rizikem může být také nízká ochrana práv vnějších investorů, která negativně ovlivňuje ceny akcií hlavně na nově vznikajících akciových trzích.

V dlouhém období podle expertů také působí demografické vlivy, kdy bohaté věkové skupiny většinou se uvádí ve věku 35-60 let, které šetří úspory na důchod, si podle investiční módy oblíbí akcie, což má za následek dlouhodobý růst akcií. Tato investiční móda vzniká masivním marketingem jak investičních poskytovatelů, tak i sdělovacích prostředků (Musílek, 2011).

2.2 Odvětvová analýza

Odvětvová analýza se provádí z důvodu rozdílné citlivosti odvětví na celkovém vývoji ekonomiky. Zaměřuje se hlavně na charakteristiku faktorů, rysů a specifík odvětví, v němž ohodnocovaná firma působí. Při analyzování se hledají hlavní specifika odvětvových faktorů, které působí na vnitřní hodnotu akcie. Tyto faktory mohou být příčinou kolísavosti nebo stability firemních zisků a tržeb, a tím pádem vytvářet vnitřní hodnotu akcie. Za nejvýznamnější odvětvové faktory je citlivost odvětví na hospodářský cyklus, životní cyklus, tržní struktura odvětví, způsoby státní regulace v odvětví, perspektivy budoucího vývoje odvětví. Jednotlivé faktory budou vysvětleny v následujících podkapitolách.

2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Jednotlivá odvětví se podle citlivosti na hospodářský cyklus dělí na cyklická, neutrální a anticyklická.

- **Odvětví cyklická**

Cyklická odvětví reagují stejně jako hospodářský cyklus – v období expanze firma dosahuje dobrých hospodářských výsledků, v období recese se dostávají do těžkostí. Důvodem pro kopírování hospodářského cyklu je, že sem patří produkce zbytných výrobků a služeb, jejichž nákup může spotřebitel odložit do budoucna a realizovat je v době pro něho příznivější. Většina firem v ekonomice je z cyklického odvětví, kdy v době recese ztrácejí svůj odbyt, což má negativní dopad jak na výši zisku, tak i na kurz akcie. Příkladem cyklického odvětví je například stavebnictví, strojírenství, elektrotechnika, hotelnictví (Rejnuš, 2014).

- **Odvětví neutrální**

Tato odvětví nejsou ovlivňována hospodářským cyklem. Jsou to odvětví, která produkují nezbytné statky, jejichž koupi nemůžeme odložit. Na tato odvětví nepůsobí ani výkyvy v důchodové situaci. Pro produkty neutrálního odvětví je specifická nízká cenová elasticita, protože tyto produkty jsou nezbytné pro každodenní život nebo návykem každodenního života. Příkladem takového odvětví je například farmaceutický, potravinářský průmysl, výroba tabákových výrobků, běžné drogistické zboží, prodej novin a časopisů (Veselá, 2011).

- **Odvětví anticyklická**

Odvětví se chovají opačně jak hospodářský cyklus, když je období recese, tak odvětví vykazují dobré hospodářské výsledky a když je období expanze odvětví vykazuje slabší hospodářské výsledky. Jedna se o produkci tzv. Giffinova zboží (zboží nouze). Jednotlivé druhy se v dnešní době těžce specifikují, jedná se většinou o nejlevnější životní potřeby,

příkladem může být chleba. Za anticyklická odvětví se dají považovat odvětví, které vyrábějí lehce zastupitelné zboží za substituty, které jsou levnější a plní stejnou funkci jako dražší produkt. Příkladem mohou být odvětví oděvní, obuvnický nebo potravinářský průmysl (Rejnuš, 2014).

Ke vztahu k hospodářského cyklu jsou identifikovány tři různé skupiny akcií, protože nemůžeme říci například, že akcie cyklického odvětví budou mít nejlepší výsledky po celou fázi konjunktury. Tato myšlenka by byla velmi zjednodušená a zavádějící.

Cyklické akcie jsou považovány za nejvíce kolísavé. Největšího růstového potenciálu dosahují v počáteční nebo ve střední fázi vzestupného trendu. Nejhorší výsledky těchto akcií jsou naopak v počáteční nebo až střední fázi sestupného trendu. Tyto akcie jsou považované za agresivní akcie, kdy výše beta faktoru se rovná 1.

Mezi cyklické akcie se považují akcie společnosti, které vyrábějí spotřební statky, kapitálové statky, akcie základního průmysl, akcie energetického průmyslu nebo akcie finančního průmyslu.

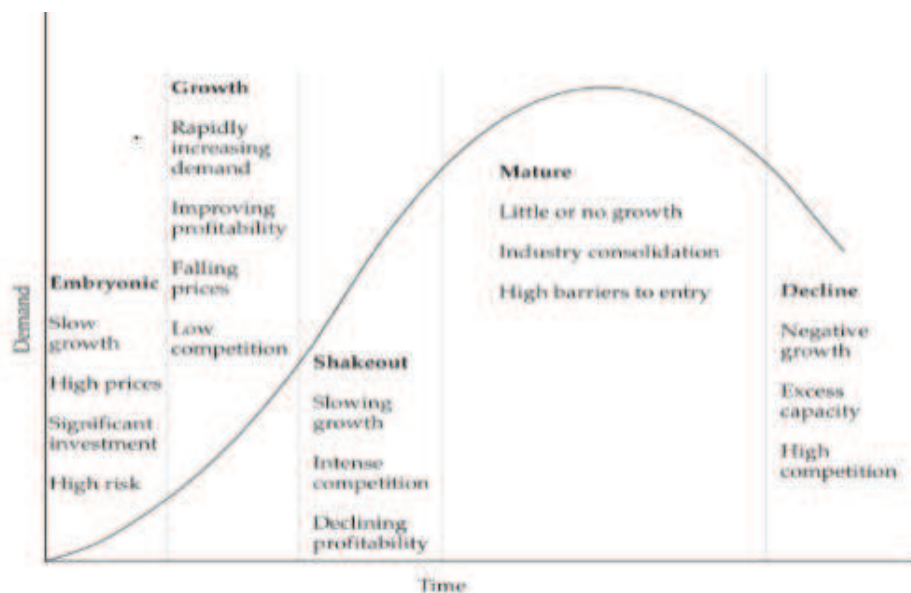
Defenzivní akcie dosahují nejlepších kursových výsledků v počáteční fázi sestupného akciového trendu, a naopak nejhorších kursových výsledků v počáteční fázi vzestupného akciového trendu. Reakce na ekonomický vývoj je mnohem méně intenzivní než u cyklických akcií. Jejich beta faktor je menší než jedna a někdy může i dosahovat záporných hodnot. Do skupiny defenzivních akcií jsou zahrnuty akcie spotřebitelského průmyslu nebo akcie multinacionálních ropných společností, které ovlivňuje cenová politika zemí OPEC.

Růstové akcie patří do odvětví, které mají nadprůměrný růst tržeb a zisků. Zjistit chování výnosové míry rostoucích akcií je velmi složité, protože se jedná o růstové a defenzivní charakteristiky. Tyto růstové potenciály může rychle vystřídat defenzivní charakteristika, a to z důvodu například nasycenosti poptávky nebo zastarávání daného odvětví. Mezi taková odvětví patří farmaceutický průmysl, genetické inženýrství, kybernetika, moderní lékařské zařízení (Rejnuš, 2014).

2.2.2 Životní cyklus odvětví

Životní cykly odvětví velmi ovlivňují zisky, tržby a akciové kurzy, které mají v každém cyklu jiný vývoj. Většina autorů dělí životní cyklus na pionýrskou etapu, etapu rozvoje a etapu stabilizace. Podle McMillana (2011) je rozdělen životní cyklus do pěti fází, kterými jsou vznik, růst, otřes, zralost a úpadek. Toto rozdělení je znázorněno v obrázku 2.1.

Obrázek 2.1: Vývoj tržeb v jednotlivých fázích životního cyklu v odvětví



Zdroj: MCMILLAN, M. G. (2011)

Většina autorů ale dělí životní cyklus pouze na tři části: pionýrskou etapu, etapu rozvoje a etapu stabilizace.

První fází je pionýrská je charakteristická prudkým vzestupem poptávky, protože produkt je nový a atraktivní. To umožňuje dosahování vysokých zisků, a to láká nové subjekty do odvětví, což má za následek kolísání zisků a akciové kursy jsou velmi volatilní. Může se tedy říci, že investice do toho odvětví jsou v pionýrské fázi vysoce výnosné, ale doprovázené i vysokým rizikem.

Ve druhé fázi rozvoje jsou už jen firmy, které překonali pionýrskou fázi. V této fázi se firmy v odvětví stabilizují, rostou, expandují a stávají se silnějšími. Akcie jsou tím pádem taky stabilnější a nevykazují takovou volatilitu, a to díky i menší kolísavosti zisku. Riziko této akcie klesá tím pádem je tako nutné očekávat i zúžení prostoru pro očekávaný zisk.

Poslední fáze stabilizace, která uzavírá životní cyklus odvětví je místem pro dominantní firmy, které vykazují stabilní zisky. To se také odráží ve velice nízké volatilitě jejich akcií. V této fázi také může docházet ke stagnaci jak zisků, tak i akciového kurzu, proto také některé firmy toto odvětví opouštějí. Tato stagnace může být jen dočasná před zahájením nové pionýrské fáze (Musílek 2011).

2.2.3 Tržní struktura odvětví

Tržní struktura odvětví určuje kolísavost tržeb, zisků nebo akciových kurzů. Jednotlivé tržní struktury můžeme rozlišit podle charakteru vyráběných zboží, podle existence nebo neexistence bariér vstupu do odvětví, podle množství firem v daném odvětví nebo podle způsobu tvorby cen. Existují čtyři typy tržních struktur monopol, oligopol, nedokonalá konkurence a dokonalá konkurence.

Je důležité určit v jednotlivých typech tržní struktury odvětví, jak jsou silné monopolní nebo konkurenční síly. Toto určení je velmi důležité pro budoucí hospodářské výsledky a pro určení budoucích tržeb (Rejnuš, 2014).

2.2.4 Způsoby statní regulace v odvětví

Každé odvětví v ekonomice je nějakou formou regulováno. Jednotlivé metody regulace se v jednotlivých oblastech liší. Regulatorní orgány se zaměřují na vývoj zisků a akciových kurzů v odvětví.

Za první regulaci lze uvést určování tzv. cenových stropů. Tato regulace znamená omezení horní hranice ziskové marže společnosti, což může vést k negativním vlivům tržních cen akcií, ale na druhou stranu to také může snižovat kolísavost jejich zisků. Pro investora to znamená méně rizikové investice. Za odvětví, které jsou takto regulovány se dá považovat distribuce energie, plynu a vody.

Dalším příkladem regulace je omezení vstupu do nějakého odvětví např. formou udělení licence, což má za následek limity počtu subjektů v odvětví. Tato regulace je používána v oligopolní struktuře. Tento faktor může zajistit nadprůměrné zisky, které podporují růst cen akcií. Tímto způsobem jsou regulovány odvětví finančnictví.

Příkladem, který pozitivně působí na růst cen akcií jsou dotace a subvence pro dané podniky. Tohoto pozitivního účinku je dosaženo pouze pokud je dotace nebo subvence firmou správně a efektivně použita, jinak nemá pro růst akcie žádný význam.

Naopak příkladem, který vyvolá negativní vliv na akcie daného podniku jsou regulace, které v podniku vyvolají dodatečné náklady spojené s touto regulací. Často taková regulace je ve formě pokut a sankcí. Například spojené s ochranou životního prostředí či ohrožení bezpečnosti. Většinou tyto částky nejsou nízké a výrazně se objeví na vývoji zisku a tím pádem i na vývoji akciového kurzu (Veselá, 2011)

2.3 Firemní fundamentální analýza

Firemní fundamentální analýza je třetí částí fundamentální analýzy, která ovlivňuje a utváří vnitřní hodnotu akcie pomocí charakteristik a faktorů firemní fundamentální analýzy.

Podle výpočtu vnitřní hodnoty akcie jsou výsledky porovnány s aktuálním kurzem a jsou rozděleny na podhodnocené, nadhodnocené nebo správně oceněné. Součástí firemní fundamentální analýzy je finanční analýza (Veselá 2011).

Definice finanční analýzy podle Růčková (2008, str.9): „*Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, které jsou obsaženy především v účetních výkazech. Finanční analýzy v sobě zahrnují hodnocení firemní minulosti, současnosti a předpovídání budoucích finančních podmínek*“.

Základní smysl finanční analýzy je příprava kvalitních podkladů pro správné fungování podniku. Pomocí finanční analýzy se ověřuje finanční zdraví podniku a zhodnocení finanční situace podniku do budoucna. Součástí finanční analýzy je také najít opatření, které zlepší ekonomickou situaci a prosperitu podniku (Dluhošová, 2008). Je základním kamenem pro vytvoření finančního plánu. Informace z finanční analýzy jsou důležité nejen pro vlastníky a věřitele, ale také pro investory. Pomocí nichž si investoři ověřují, jestli jejich investované prostředky jsou náležitě zhodnocovány a využívány. Toto hledisko se nejčastěji využívá při fundamentální analýze a cílem je maximalizace tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Nejzásadnější informace pro investory poskytuje vývoj tržních ukazatelů, ukazatelé ziskovosti a vztah peněžních toků k dlouhodobým závazkům.

Nejvíce využívané ukazatele ve firemní fundamentální analýze jsou poměrové ukazatelé. Vychází ze základních účetních výkazů, jedná se tedy o data, která jsou veřejně dostupná a mají k nim přístup také externí finanční analytici. Tyto ukazatele se vypočítají jako poměr jedné nebo několika účetních položek k jiné položce. Dělení poměrových ukazatelů se liší podle subjektivního hodnocení analytiků a také podle účelu, ke kterému bude analýza sloužit.

Existuje velmi mnoho poměrových ukazatelů. Většina amerických autorů uvádí dělení poměrových ukazatelů do pěti skupin, toto dělení je obvyklé i pro české autory (Růčková, 2008).

- rentabilita,
- likvidita,
- zadluženost,
- aktivita,
- ukazatelé kapitálového trhu.

V následujících podkapitolách budou jednotlivé skupiny ukazatelů rozebrány, protože je celá řada ukazatelů v jednotlivých skupinách, budou tedy vybrány jen nejpoužívanější ukazatele s největší vypovídající schopností.

2.3.1 Ukazatele rentability

Základním aspektem pro hodnocení rentability je rentabilita vloženého kapitálu, která je definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Údaje pro tyto ukazatele se nejčastěji čerpají z výkazu zisku a ztrát a z rozvahy. Jednoduše se dá říci, že hodnotí celkovou efektivnost dané činnosti a poskytují důležité informace hlavně pro akcionáře a potenciální investory. Ukazatele by měly mít obecně rostoucí tendenci. K zjišťování rentability jsou nejvíce používány:

Ukazatel rentability aktiv ROA (return on assets), který vyjadřuje celkovou finanční výkonnost a jeho vztah je následující:

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}, \quad (2.1)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi.

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů ROCE (return on capital employed), tento ukazatel vyjadřuje efekt dlouhodobých investic bez ohledu na to, odkud kapitál pochází. Je často využíván pro mezipodnikové porovnání:

$$ROCE = \frac{EBIT}{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy}. \quad (2.2)$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu ROE (return on equity), vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů. Existuje několik důvodů, které mohou způsobit růst tohoto ukazatele, např. vytvořený zisk společnosti, pokles úrokové míry cizího kapitálu. Jeho matematický zápis je následující:

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál}, \quad (2.3)$$

kde *EAT* je zisk po zdanění.

Ukazatel rentability tržeb ROS (return on sales) určuje množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb. Tento ukazatel je vhodný pro srovnání v čase a mezipodnikové porovnání a bývá doplňován o ukazatele nákladovosti následovně:

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \quad (2.4)$$

2.3.2 Ukazatele likvidity

U těchto ukazatelů je důležité objasnit pojem likvidita. Likvidita tedy znamená schopnost hradit své závazky a získat dostatek prostředků na úhradu potřebných plateb. Likvidita je důležitá z hlediska finanční rovnováhy, protože podnik je schopen hradit své závazky včas, ale z hlediska pro vlastníky je nadměrná likvidita nepříznivým jevem, protože prostředky jsou ve formě krátkodobého majetku, který nepracuje ve prospěch zhodnocení finančních prostředků (Růčková, 2008). Výhodami těchto ukazatelů jsou (Mařík, 1998) jednoduchost, srozumitelnost a rozšířenost. V praxi naopak za nevýhody zmiňuje, že jsou závislé na způsobu ocenění aktiv a pasiv, jsou statické a není brána v úvahu přímo obrátka aktiv. Pro účely hodnocení platební schopnosti se používají tyto základní ukazatele (Dluhošová, 2008).

Ukazatel celkové likvidity (current ratio) ukazuje kolikrát pokryjí oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Čím je vyšší hodnota ukazatele, tím je pravděpodobněji

zachována platební schopnost podniku. Optimální velikost tohoto ukazatele je v rozmezí 1,5 do 2,5. Úspěšnost tohoto ukazatele je hlavně v tom, aby krátkodobé závazky byly kryty majetkem, který je pro tyto účely určen. Tento ukazatel má i několik slabín, jako je například to, že veškerá aktiva nejde v krátkém čase přeměnit v hotovost. Výše ukazatele je taky ovlivnitelná odložením některých nákupů a jeho vztah lze zapsat následovně:

$$Ukazatel\ celkové\ likvidity = \frac{oběžná\ aktiva}{krátkodobé\ závazky} \quad (2.5)$$

Ukazatel pohotová likvidita (Quick Ratio – Acid test ratio), v tomto ukazateli se berou v úvahu jen pohotové prostředky, například pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry. Vhodné je číselník upravit o nedobytné pohledávky. Za doporučenou hodnotu ukazatele je rozmezí od 1,0 do 1,5. Růst ukazatele by měl předpokládat zlepšení finanční a platební schopnost podniku, při poklesu nastává opačná situace:

$$Pohotová\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva - zásoby}{krátkodobé\ závazky} \quad (2.6)$$

Ukazatel okamžité likvidity (Cash Ratio), v čitateli tohoto ukazatele jsou pohotové platební prostředky, které zahrnují nejlikvidnější prostředky, kterými jsou peníze na bankovních účtech, peníze v hotovosti a šeky. Tento ukazatel se považuje za celkem nestabilní a slouží spíše jako doplňkový. Pro okamžitou likviditu platí rozmezí hodnot od 0,6-1,1.

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{pohotové\ platební\ prostředky}{krátkodobé\ závazky} \quad (2.7)$$

2.3.3 Ukazatele zadluženosti

Existuje mnoho ukazatelů, které hodnotí finanční strukturu podniku v porovnání poměrů vlastních a cizích finančních zdrojů. Pro financování podniku se používá financování jak z vlastního kapitálu, tak i z cizího kapitálu. Kdyby firmy využívaly jen vlastní kapitál, znamenalo by to snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu. Naopak kdyby firma využívala jen cizí zdroje, tak by to znamenalo obtíže při jejich získávání. Hlavní podstatou analýzy zadluženosti tedy je najít vhodný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Ukazatele zadluženosti bývají odvozeny z rozvahy. Položky z rozvahy jsou porovnávány a na základě toho je zjištěn rozsah, v jakém jsou aktiva podniku financována z cizích zdrojů (Grünwald a Holečková, 2007). Za nejzákladnějšími ukazatele se považují následující.

Ukazatel podílu vlastního kapitálu (Equity ratio) charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu. Vyjadřuje poměr, v nichž jsou aktiva společnosti financována penězi akcionářů. Zvyšování hodnoty tohoto ukazatele vede k upevňování finanční stability, ale na druhou stranu je důležité vědět, že neúměrný růst tohoto ukazatele může znamenat pokles výnosnosti aktiv. Jeho vztah lze matematicky zapsat následovně:

$$Equity\ ratio = \frac{vlastní\ kapitál}{aktiva\ celkem} \quad (2.8)$$

Ukazatel stupeň krytí stálých aktiv je poměřován vlastním kapitálem a dlouhodobým cizím kapitálem ke stálému aktivu. Čím je ukazatel vyšší, tím je větší finanční stabilita podniku. Hodnota tohoto ukazatele by měla být alespoň 100 %, taková výše znamená, že všechna stála aktiva jsou kryta dlouhodobými zdroji:

$$Stupeň\ krytí\ stálých\ aktiv = \frac{dlouhodobý\ kapitál}{stálá\ aktiva} \quad (2.9)$$

Majetkový koeficient (Equity multiplier) slouží k dosažení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování. Zadluženost nemusí být vždy negativní ve finančně stabilním podniku může její růst zvyšovat tržní hodnotu podniku:

$$Majetkový\ koeficient = \frac{celková\ aktiva}{vlastní\ kapitál} \quad (2.10)$$

Ukazatel celkové zadluženosti (Debt ratio), čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. Věřitelé upřednostňují nižší hodnoty tohoto ukazatele. U finančně stabilního podniku může dočasný růst zadluženosti vést ke zvýšení rentability vložených prostředků, jak uvádí Ručková (2008). V současné době většina firem dává přednost využívání krátkodobých cizích zdrojů, které jsou méně rizikové:

$$Debt\ ratio = \frac{cizí\ kapitál}{celková\ aktiva} \quad (2.11)$$

Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát je zisk vyšší než úroky. V rámci tohoto ukazatele jsou požadovány vysoké hodnoty, protože po zaplacení úroků z dluhu by měl zůstat ještě nějaký efekt pro akcionáře. Když podnik není schopen platit úrokové platby je to známka přibližujícího úpadku firmy:

$$Úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{nákladové\ úroky} \quad (2.12)$$

Ukazatel úrokové zatížení vyjadřuje, jakou část zisku odčerpávají úroky. Podnik, který má dlouhodobě nízkou hodnotu úrokové zatížení může mít vyšší úroveň cizích zdrojů:

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{nákladové úroky}}{EBIT}. \quad (2.13)$$

2.3.4 Ukazatele aktivity

Měří vázanost kapitálů v jednotlivých formách majetku neboli schopnost podniku využívat vložených prostředků. Tyto ukazatele se dělí do dvou skupin, buď jako rychlost obratu, to znamená kolikrát se obrátí konkrétní položka za určitý interval, anebo doba obratu, což vyjadřuje dobu, po kterou je majetek vázán (Grünwald a Holečková, 2007). Tyto ukazatele by nám měly sloužit k zjištění, jak hospodaříme s jednotlivými aktivy a jaký to má význam pro výnosnost a likviditu podniku (Mařík, 1998). Pro tyto účely se nejvíce používají tyto ukazatele.

Ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv vyjadřuje intenzitu využití celkového kapitálu. Čím je jeho hodnota vyšší, tím efektivněji je majetek v podniku využíván:

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.14)$$

Ukazatel doby obratu aktiv (dny) znamená, jak dlouho trvá obrat celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Čím je doba obratu kratší, tím je hodnota lepší:

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.15)$$

Ukazatel doby obratu zásob je důležité udržovat dobu obratu zásob na technicky a ekonomicky určité výši. Ukazatel je často používán a je citlivý na změny v dynamice výkonů:

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.16)$$

Ukazatel obratu pohledávek vyjadřuje, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Jestliže ukazatel překračuje opakovaně dobu splatnosti, je nutné zakročit prozkoumáním platební situace odběratele:

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.17)$$

Ukazatel doba obratu závazků znamená, na kolik dní dodavatelé poskytlí obchodní úvěr, definován je následujícím způsobem:

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.18)$$

2.3.5 Ukazatele kapitálového trhu

Od předchozích ukazatelů se ukazatele kapitálového trhu odlišují tím, že pracují s tržními hodnotami podniku. Tyto ukazatele jsou nejvíce významné pro investory nebo potenciální investory, a to hlavně z hlediska návratnosti investovaných prostředků. Hodnocení podniku tyto ukazatele vyjadřují prostřednictvím burzovních ukazatelů (Růčková, 2008). V této skupině ukazatelů je základem hledání vztahu ceny akcie k vybraným údajům podnikového účetnictví (Minařík, 1998).

Ukazatel čistý zisk na akcii (Earnings per share, EPS) vyjadřuje kolik připadá čistého zisku, a kolik tedy je možné maximálně vyplatit dividend ze zisku společnosti na jednu akcii. Čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je situace příznivější pro investory, což má za následek růst cen akcie, a tedy i růst hodnoty podniku. Čistý zisk znamená celkový zisk společnosti po zdanění a po výplatě přednostních dividend. Tento ukazatel nám nemůže určit výši dividend, protože jen část zisku je použita na výplatu dividend a část může být reinvestovaná (Brealey, Myers, 2000):

$$EPS = \frac{EAT}{\text{počet kusů kmenových akcií}} \quad (2.19)$$

Ukazatel Earnings ratio (P/E) počítá kolik jsou investoři ochotni zaplatit za 1 Kč zisku na akcii. Vysoká hodnota tohoto ukazatele může znamenat, že investoři si myslí, že firma má růstový potenciál a její zisk je bezpečný a tím i má větší hodnotu. Tato skutečnost může znamenat i dočasně snížený zisk. Pokud společnost vykazuje nulový zisk, pak je poměr P/E nekonečný:

$$P / E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na jednu akcii}} \quad (2.20)$$

Ukazatel dividendový výnos (Dividend yield) udává zhodnocení investovaných finančních prostředků. Investoři očekávají rostoucí příjem z dividend. Když se zvýší tržní cena akcie při nezměněné výši dividendy, hodnota ukazatele nebude příznivá, protože poklesne výnosnost oproti předchozímu období. To znamená, že investoři můžou být spokojení s nízkou mírou výnosu nebo že hledají kompenzaci v rapidním růstu v dividendách a následujících kapitálových ziscích. Matematický zápis tohoto vztahu je následující:

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.21)$$

Ukazatel výplatní poměr (Payout ratio) „vyjadřuje, jak velký podíl vytvořeného čistého (disponibilního) zisku je vyplácen akcionářům v podobě dividend. Ukazatel

výplatního poměru obecně vypovídá o dividendové politice podniku“, viz Sedláček (2009, str. 69):

$$\text{Vyplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.22)$$

Ukazatel Market-to-book ratio určuje, jaký je poměr tržní hodnoty firmy k účetní hodnotě firmy. Tržní hodnota by měla být vyšší než účetní hodnota, aby se firma dala považovat za prosperující (Dluhošová, 2008). Pokud hodnota tohoto ukazatele je vyšší než jedna, tak to znamená, že tržní hodnota firmy je vyšší než ocenění vlastního majetku v rozvaze:

$$\text{Market-to-book ratio} = \frac{\text{suma tržních cen všech akcií}}{\text{účetní hodnota akcie}}. \quad (2.23)$$

Ukazatel účetní hodnoty akcie (Book value per share) vyjadřuje výkonnost a růst podniku a trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí. Dle Sedláček (2008) je užitečné srovnat účetní hodnotu firmy s tržní hodnotu firmy určené na kapitálovém trhu. Základem pro expanzi firmy je růst vlastního majetku, který může vzniknout reinvestováním zisku. Následující vztah lze zapsat následovně:

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet kmenových akcií}}. \quad (2.24)$$

Ukazatel dividendového krytí „určuje kolikrát čistý zisk převyšuje úhrn vyplacených dividend“, jak zmiňuje Sedláček (2008, str.70). Také je to ukazatel, který vypovídá o jiném využití čistého zisku než na vyplacení dividend a také je důležitým ukazatelem pro investory, dle něho se dá zjistit tempo růstu podniku je definován následovně:

$$\text{Dividendové krytí} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{úhrn ročních dividend}}. \quad (2.25)$$

2.4 Metody stanovení vnitřní hodnoty akcie

Fundamentální analýza vychází ze stanovení vnitřní hodnoty akcie. Vnitřní hodnotu akcie lze stanovit celou řadou metod a modelů. Vnitřní hodnota akcie je často porovnávána s aktuálním tržním kursem. Pokud je vnitřní hodnota akcie vyšší než tržní kurs akcie, znamená to, že akcie je na trhu podhodnocená a očekává se vzestup kursu, tím pádem je atraktivní pro akcionáře. Naopak jestli je vnitřní hodnota akcie nižší než tržní kurs, je akcie na trhu nadhodnocena, očekává se pokles akciového kursu a tím pádem je doporučeno takovouto akcii prodat. Popřípadě může být akcie správně oceněna, v takové situaci se

vnitřní hodnota rovná tržní ceně akcie. Pro určování vnitřní hodnoty akcie lze využívat různých druhů analytických metod, kterými jsou:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely,
- bilanční modely,
- cash flow modely,
- historické modely.

2.4.1 Dividendové diskontní modely

Dle Rejnuš (2014) jsou dividendové diskontní modely nejčastěji využívané pro určení vnitřní hodnoty akcie. Tyto modely jsou založené na diskontování očekávaných „cash flow“ plynoucích z dividend na jejich současnou hodnotu. Pokud je uvažován brzký prodej akcie, je uvažován prodejní kurz akcie. Při kontinuálním růstu nebo poklesu vývoje dividend je nutné použít veličinu míry růstu dividend. Je možné používat dva typy dividendových diskontních modelů, které se liší dobou držby akcie a charakterem uvažovaných budoucích příjmů akcie, těmito modely jsou dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby a dividendový diskontní model s konečnou dobou držby.

Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby jsou používány pro výpočet vnitřní hodnoty akcií, u kterých se v blízké budoucnosti neuvažuje o prodeji. Současná hodnota dividend je zde vyjadřována v absolutních částkách nebo použitím míry růstu dividend při výpočtu hodnoty akcie. Rovnovážný kurz v tomto modelu je vyjádřen v podobě budoucích dividend, které jsou převedeny na současnou hodnotu. Tento model je v praxi více využívaný než model s konečnou dobou držby. Výpočet vnitřní hodnoty akcie, za pomoci dividendového diskontní modelu s nekonečnou dobou držby, lze zapsat následovně:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{D_4}{(1+k)^4} + \frac{D_5}{(1+k)^5} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}, \quad (2.26)$$

kde V_0 je běžná aktuální vnitřní hodnota akcie, D_1 až D_n jsou očekávané dividendy v jednotlivých letech držby a k je požadovaná výnosová míra.

Dividendový diskontní model s konečnou dobou držby, u něhož se také uvažuje v blízké budoucnosti prodej. U tohoto modelu je těžké pro střední a dlouhé období určit odhad budoucího prodejního kurzu akcie, proto je tento model využíván jen pro skutečně krátké období. Obecně lze vyjádřit vnitřní hodnotu akcie dividendového diskontního modelu s konečnou dobou držby takto:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}, \quad (2.27)$$

kde N je rovno číslu odpovídajícímu konci držby akcie, P_N je očekávaný prodejní kurz akcie na konci posledního roku její držby.

Každá společnost je odlišná, a to z hlediska různého odvětví, různého vývoje dividend nebo různé fáze životního cyklu. Podle podmínek, ve kterých společnosti fungují, jsou rozdílně vyplacené dividendy, některé společnosti vyplácejí konstantní dividendy, některé konstantně rostoucí, a naopak některé konstantně klesající a u jiných se tempo vyplacení dividendy mění v průběhu držby akcie. Z tohoto důvodu analytici vyvinuli další dividendové diskontní modely, aby se dali co nejpřesněji ohodnotit akcie všech těchto rozlišných společností. V následujícím textu budou uvedeny jen některé modely.

Pro společnosti, které vyplácejí konstantní dividendu na akcii, je pro ohodnocení akcie vhodné použít dividendový diskontní model s nulovým růstem. Tento model lze buď konstruovat pro nekonečnou dobu držby, nebo i pro konečnou dobu držby. Obecně lze tedy pomocí dividendového diskontního modelu s nulovým růstem s konečnou dobou držby zapsat takto:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_{konst}}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}, \quad (2.28)$$

kde D_{konst} je stále konstantní dividendy vyplacena z akcie v jednotlivých letech držby, ostatní symboly jsou shodně jako ve vztazích 2.26-2.28.

Stále bude uvažována konstantní výplata dividend z akcie, ale s nekonečnou dobou držby bude zápis vypadat následovně:

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_{konst}}{(1+k)^n}, \quad (2.29)$$

kde N je rovno nekonečnu.

Další verzí dividendového diskontní modelu je tzv. jednostupňový model, který po celou uvažovanou dobu pracuje s jedinou neměnnou měrou růstu (poklesu) dividend. Tento model lze také zapsat s konečnou dobou držby nebo s nekonečnou dobou držby, ale je třeba uvést, že model s konečnou dobou držby je využíván v praxi mnohem méně. Jednostupňový dividendový diskontní model s konečnou dobou držby lze uvést takto:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}, \quad (2.30)$$

Kde D_0 je běžná dividendy vyplacená v tomto běžném roce z akcie, N je konečné číslo a vyjadřuje počet let držby akcie, g je míra růstu (poklesu) dividend, P_N je prognózovaná prodejní cena akcie v N -tém (posledním) roce držby.

Jednostupňový dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby je více využívaným modelem, proto byl více rozpracován. V modelu byly vyřešeny problémy s budoucí predikcí dividend a tím analytici získali technicky lepší a jednodušší variantu pro ohodnocení akcie, která je podle svého tvůrce nazývána jako Gordonův model. Tento model má pro využití několik předpokladů, například požadované výnosové míry musí být vyšší než míra růstu dividend, dividendy musí po celou nekonečnou dobu držby růst nebo klesat stejným tempem atd. (Veselá, 2011). Při uvažování kontinuální míry růstu nebo poklesu dividend má Gordonův model následující podobu:

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}, \quad (2.31)$$

kde všechny použité symboly byly vysvětleny ve vztahu 2.30.

2.4.2 Ziskové modely

Ziskové modely jsou také velmi důležité pro stanovení vnitřní hodnoty akcie. Tyto modely vycházejí z velikosti očekávaných zisků akciového emitenta určeného na kmenovou akcii. Na rozdíl od dividendových diskontních modelů, které vycházejí z očekávaných dividend, se také zaměřují na kratší investiční horizont a jsou spíše využívány v investiční praxi. Jejich konstrukční podstata vychází z úprav a rozkladů čistého zisku. Pomocí ziskových modelů lze vyjádřit různé ukazatele kapitálového trhu jako je P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio (Rejnuš, 2014).

Nejvíce využívaným ukazatelem je P/E ratio, pro získání vnitřní hodnoty akcie je potřebné znát veličinu normální P/E ratio, která je odvozena pomocí Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu s konstantním růstem. Předpokladem pro nahrazení čitatele v Gordonově modelu součinem očekávaného čistého zisku a dividendového výplatního poměru, je rozdělení čistého zisku na dvě části, buď na zisk vyplacený v podobě dividend, nebo na zisk držený na úrovni společnosti. Model je tedy pomocí substitucí upraven na ziskový model a vypadá následovně:

$$V_0 = P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{E_1}{k - g} = \frac{E_1(1 - b)}{k - g}, \quad (2.33)$$

kde V_0 je běžná aktuální vnitřní hodnota akcie, P_0 je běžný kurz správně oceněné akcie, p je dividendový výplatní poměr, je uvažován v konstantním čase a lze se určit jako podíl D_1/E_1 , b je retention ratio neboli podíl zadrženého čistého zisku na úrovni společnosti musí platit

$p+b=1$, E_1 je očekávaný zisk v příštím období, k je požadovaná výnosová míra z akcie a g je míra růstu zisku.

Je-li vztah (2.33) vydělen očekávaným ziskem v příštím roce E_1 , je vyjádření ukazatele normálního P/E ratio následující:

$$(P/E)_N = P_0 / E_1 = \frac{P}{k-g}, \quad (2.34)$$

kde $(P/E)_N$ je ukazatel normálního P/E ratio, je dán podílem mezi „správnou cenou“ akcie a očekávaným čistým ziskem na akcii, všechny použité symboly byly vysvětleny v předchozím vztahu.

Normální P/E ratio představuje „správnou cenu“ akcie, to znamená její vnitřní hodnotu v relativním vyjádření k čistému zisku. Matematicky lze tento vztah vyjádřit takto:

$$V_0 = (P/E)_N \cdot E_1, \quad (2.35)$$

kde E_1 je očekávaný zisk na akcii.

Druhým nejvíce používaným ukazatelem je P/BV ratio, které je podobně konstruováno jak P/E ratio, také vychází z jednostupňového Gordonova modelu, ale liší se tím, že hodnota očekávaného čistého zisku na akcii je rozložena na součin očekávané účetní hodnoty v příštím roce na akcii a rentability vlastního kapitálu na akcii. Tento vztah vypadá následovně:

$$V_0 = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{k-g}, \quad (2.36)$$

kde BV_1 je očekávaná účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii v příštím roce, ROE je rentabilita vlastního kapitálu je uvažována jako konstantní.

Jestliže chceme zjistit účetní hodnotu v následujícím období, vypadal by vztah následovně:

$$P_0 / BV_1 = \frac{ROE \cdot p}{k-g}, \quad (2.37)$$

kde všechny symboly byly vysvětleny v předchozím vztahu 2.36.

Dalším ukazatel je P/S ratio, které je čím dál tím víc významnější pro analytiku, a to z důvodu, že veličina tržeb, která je pro stanovení P/S ratio zásadní, nepodléhá zkreslujícím vlivům. To se určitě nedá říci o veličinách pro stanovení ukazatelů P/BV ratio a P/E ratio. Vnitřní hodnota P/S ratio lze zapsat následovně:

$$V_0 = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{k-g}, \quad (2.38)$$

kde S_1 představuje očekávané tržby v příštím roce, M_1 představuje očekávanou ziskovou marži v příštím období, definována jako poměr očekávaného zisku a očekávaných tržeb v příštím období.

Pro vyjádření očekávané ziskové marže by vztah ukazatele PS/ratio vypadal následovně:

$$P_0 / S_1 = \frac{M_1 \cdot p}{k - g}, \quad (2.39)$$

kde všechny symboly byly vysvětleny v předchozím vztahu 2.38.

Za hlavní veličiny, které ovlivňují P/S ratio, jde odvodit ze vztahu 2.39 očekávaná zisková marže a míra růstu zisku, požadovanou výnosovou míru a dividendový výplatní poměr (Veselá, 2011).

2.4.3 Bilanční modely

Při ohodnocení vnitřní hodnoty akcie za použití bilančních modelů se vychází z veřejně dostupných bilancí akciových společností. Jedná se o metodu, která nerespektuje časovou hodnotu peněz (Musílek, 2011).

Pomocí bilančních modelů lze určit následující hodnoty:

- účetní hodnota,
- substanční hodnota,
- likvidační hodnota,
- reprodukční hodnota
- substituční hodnota

Prostřednictvím nominální hodnoty lze určit jednotlivé podíly vlastníků akciové společnosti na jejím základním kapitálu, tedy práva spojená s vlastnictvím kmenových akcií. Tato hodnota nemá ekonomický význam, ale pouze jen právní.

Účetní hodnota je určena jako rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem. Vnitřní hodnotu akcie lze ztotožnit s účetní hodnotou jedné akcie, kterou lze získat podílem účetní hodnoty společnosti a počtem emitovaných akcií. Tento vztah lze matematicky zapsat takto:

$$VH = \frac{\text{celková aktiva} - \text{cizí zdroje}}{\text{množství emitovaných akcií}}. \quad (2.40)$$

Tato metoda má výhodu, že výpočet je jednoduchý a data lze lehce sehnat, ale přesnost tohoto modelu není vysoká, protože se jedná o data v historických cenách.

Z účetní hodnoty vychází **hodnota substanční**. Rozdílem substanční metody je, že jednotlivé položky, které jsou zahrnuté v účetní hodnotě, se přecení aktuálními tržními cenami. K tomuto přecenění jsou použity podle druhu majetku a druhu používání různé specifické nástroje. Pro substanční metodu platí následující vztah:

$$VH = \frac{\sum \text{přeceněná aktiva} - \text{cizí zdroje}}{\text{počet emitovaných akcií}}. \quad (2.41)$$

Do přeceněných aktiv patří jen aktiva, které budou tvořit výnosy v budoucnosti. Do výpočtu je také třeba zahrnout nehmotný majetek, který nebyl zahrnut v bilanci, jako je např. tržní hodnota patentů, hodnota managementu, úroveň podnikové kultury atd.

Tato metoda je v celku složitá a často je zpochybňována o subjektivní hodnocení, proto je spíše používána jako doplňková metoda (Veselá, 2011).

Likvidační hodnotu „je možno definovat jako množství peněžních prostředků, které by bylo možno rozdělit mezi akcionáře, pokud by firma ukončila své podnikání, prodala všechna svá aktiva a vyrovnala veškeré své dluhy“ jak uvádí (Rejnuš, 2014, str. 266). Vztah likvidační hodnoty lze vyjádřit takto:

$$VH = \frac{\text{přeceněná aktiva} - \text{přeceněné závazky}}{\text{počet emitovaných akcií}}. \quad (2.42)$$

Do přeceněných aktiv je třeba zahrnout i potenciální likvidační náklady. Tato metoda je technicky náročná a nepřesná, proto se v praxi příliš nepoužívá.

Reprodukční hodnota je dána rozdílem reprodukčních aktiv firmy a reprodukční hodnotou závazků k celkovému počtu emitovaných akcií. Rozdíl oproti likvidační hodnotě je v tom, že nejsou brány v úvahu likvidační náklady. To tedy znamená, že reprodukční hodnota akcie bývá o tyto náklady vyšší než likvidační hodnota.

Substituční metoda získává vnitřní hodnotu podniku na základě srovnání podle důležitých charakteristik, nejčastěji P/E stanovené akciové společnosti se substitučními podniky. Tato metoda je velmi problematická, a to z důvodu toho, že většinou společností podnikají zároveň ve více oblastech a tím je potřeba srovnat s více druhy společností. Je těžké najít společnost, která podniká jen v jedné oblasti, ale i tak může být celá řada nesrovnalostí s porovnávanou společností, jako je např. v kvalitě managementu, geografickém umístění, obchodování v různých měnách atd. Kvůli těmto a dalším faktorům bývá používána jen u menších firem.

2.4.4 Cash flow modely

Cílem cash flow modelů je ohodnotit společnost a akcii komplexněji, to znamená zahrnout do hodnoty společnosti a akcie více faktorů než předchozí modely. Většina modelů nebere na zřetel volné peněžní toky, které zůstávají ve společnosti po úhradě obligatorních

závazků a výplatě dividend, berou v úvahu jen míru růstu dividend. Existuje více verzí těchto modelů mezi nejznámější patří FCFE model a FCCF model.

FCFE model stanovuje vnitřní hodnotu akcie z pohledu akcionáře. Vnitřní hodnotu akcie kalkuluje z volných peněžních toků, které zůstanou z čistého zisku po úhradě úrokových nákladů, splátek úvěru, po úhradě investičních výdajů atd. Na druhou stranu volné peněžní toky bývají navyšovány o odpisy, nově emitované dluhové instrumenty nebo o hodnotu nových úvěrů. Tento vztah lze zapsat matematicky následovně:

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \text{investiční výdaje} - \Delta\text{ČPK} - \text{splátky dluhu} + \text{nové úvěry}. \quad (2.43)$$

Prognóza do budoucna FCFE pro jednotlivé akcie je upravena na současnou hodnotu z hlediska časové hodnoty peněz. Pro ohodnocení stabilní firmy, u které se předpokládá neměnná, normální nebo průměrná míra růstu FCFE se používá jednostupňový model s konstantním růstem, který lze vyjádřit takto:

$$V_0 = \frac{FCFE_0(1 + g_{FCFE})}{k - g_{FCFE}}, \quad (2.44)$$

kde $FCFE_1$ je očekávaná hodnota veličiny FCFE v příštím roce, $FCFE_0$ je běžná hodnota veličiny v běžném roce, k je požadovaná výnosová míra, g_{FCFE} je míra růstu veličiny FCFE.

Míra růstu FCFE by měla být na úrovni nominální míry růstu ekonomiky a neměla by se od této míry odchýlovat o více než jeden až dva procentní body. Stabilní firma by měla mít investiční výdaje přibližující se úrovni odpisu a beta faktor by se neměl odchýlovat od hodnoty jedna (Veselá, 2011).

Dalším typem cash flow modelu je model FCFF, který určuje hodnotu firmy jak pro akcionáře, tak i pro věřitele. Tento model představuje souhrn volných peněžních prostředků, na které mají nárok vlastníci, majitele dluhopisů emitovaných společnostmi, věřitelé nebo vlastníci prioritních akcií. Model FCFF jde zapsat takto:

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + \text{odpisy} - \text{investiční výdaje} - \Delta\text{ČPK}. \quad (2.45)$$

kde t je daňová sazba, $EBIT$ zisk před zdaněním a úroky, $\Delta\text{ČPK}$ je změna pracovního kapitálu.

Rozlišuje se dvě verze modelu buď dvoustupňový skokový FCFF model a jednostupňový FCFF model s konstantním růstem je využíván pro firmy, které mají stabilní míru růstu cash flow. Nejvíce se jedná o firmy z monopolního, neutrálního či regulovaného odvětví. Vnitřní hodnotu akcie dvoustupňového modelu FCFF lze zapsat následovně:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_{t-1} \cdot (1 + g_1^{CF})^t}{(1 + k)^t} + \frac{FCFE \cdot (1 + g_2^{CF})}{(1 + k)^T \cdot (k - g_2^{CF})}, \quad (2.46)$$

kde t jsou jednotlivá období, T je doba trvání první fáze, g_1^{CF} je míra růstu cash flow pro první fázi, g_2^{CF} míra růstu cash flow pro druhou fázi.

2.4.5 Historické modely

Historické modely jsou průměry veličin akciového kurzu, tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Historické poměry tvoří průměrný akciový kurz k průměrným hodnotám zbylých veličin a poté jsou historické poměry násobeny danou očekávanou veličinou tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Tento postup reprezentuje vnitřní hodnotu akcie.

U těchto modelů se veličiny nediskontují na současnou hodnotu jako u předchozích modelů. Existuje několik verzí historických modelů.

Model P/S poměřuje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii. Matematický zápis vypadá následovně:

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A}, \quad (2.47)$$

$$V_0 = (P/S)_H \cdot S_1, \quad (2.48)$$

kde S_1 je očekávaná výše tržeb pro příští rok, P_A je průměrný historický tržní kurz akcie, S_A je průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii, V_0 je běžná vnitřní hodnota akcie, $(P/S)_H$ je historický poměr cena/tržby.

Model P/D je vyjádřen jako průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii. Tento vztah lze zapsat takto:

$$(P/D)_H = \frac{P_A}{D_A}, \quad (2.49)$$

$$V_0 = (P/D)_H \cdot D_1, \quad (2.50)$$

kde D_1 je očekávaná výše dividend na jednu akcii v příštím roce, P_A je průměrný historický kurz na akcii, D_A je průměrná historická výše dividend na akcii, $(P/D)_H$ je historický poměr kurz/dividenda.

Model P/BV poměřuje průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii. Vnitřní hodnotu akcie podle tohoto modelu lze zapsat následovně:

$$(P/BV)_H = \frac{P_A}{BV_A}, \quad (2.51)$$

$$V_0 = (P/BV)_H \cdot BV_1, \quad (2.52)$$

kde BV_I je očekávaná výše účetní hodnoty na jednu akcii v příštím roce, P_A je průměrný historický kurz akcie, BV_A je průměrná historická úroveň účetní hodnoty jednu akcii, $(P/BV)_H$ je historický poměr kurz/účetní hodnota

Model P/CF dává do poměru průměrný historický tržní kurz akcie a průměrné historické úrovně cash flow vztažené na akcii. Po zapsání do vzorce vztah vypadá následovně:

$$(P / CF)_H = \frac{P_A}{CF_A}, \quad (2.53)$$

$$V_0 = P / CF \cdot CF_1 \quad (2.54)$$

kde CF_I je očekávaná výše cash flow na jednu akcii v příštím roce, P_A je průměrný historický kurz akcie, CF_A je průměrná historická úroveň cash flow na jednu akcii, $(P/BV)_H$ je historický poměr kurz/účetní hodnota.

Hlavním cílem těchto metod je určit, zda je aktuální výše tržního kurzu vyšší nebo nižší než průměrná historická úroveň. Tyto metody spíše slouží jako doplněk při určování vnitřní hodnoty, protože musíme brát v úvahu změny podstatných veličin od historické úrovně, které mohou ovlivnit vypovídací schopnost této metody.

2.4.6 Vstupní parametry

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu nebo ziskového modelu musíme znát očekávanou dividendu nebo zisk a také míru růstu dividend nebo zisku. Tedy úkolem analytika je kalkulace, odhad a úprava vstupů. Vstupními parametry jsou míra růstu dividend (zisku), míra růstu cash flow, požadovaná výnosová míra.

Pro určení vstupních parametrů **míry růstu dividend** nebo zisku existují tři rozdílné metody, kterými jsou historická míra růstu, míra růstu odhadovanou analytiky a míra růstu od firemních finančních ukazatelů.

Pokud jsou známy historické údaje o vyplacených dividendách (vykázaných zisků), podle kterých lze určit historickou míru růstu dividend (zisku). Nejsnadnějším výpočtem je využití jedné historické hodnoty a jedné hodnoty v běžném období. Tento vztah lze matematicky určit takto:

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1, \quad (2.55)$$

kde g je míra růstu dividend, D_M je dividend současná, běžná či dividend blíže současnosti, D_S je dividend dále od současnosti, je to počet let mezi D_M a D_S .

Při této metodě je potřeba posoudit růstový potenciál firmy, zda očekávat změnu nebo neměnnou míru růstu, protože ve výpočtu se počítá s historickou mírou růstu dividend (zisku). A takováto změna by mohla ovlivnit přesnost výpočtu.

Subjektivní odhady a prognózy analytiků bývají někdy přesnější než matematické výpočty, které se opírají o historická data. Rozhodujícím kritériem pro přesnost je délka předpovědi. Pokud je krátkodobá předpověď míry růstu dividend (zisku), to znamená do jednoho roku, výsledky bývají přesnější než výpočty z minulých období. Jestliže se jedná o dlouhodobé subjektivní předpovědi, jsou většinou hodnoceny jako méně přesné a pokud délka periody roste, tím více klesá vypovídající schopnost, ale i tyto výsledky bývají přesnější než samostatný výpočet opřený jen o minulá data. Úspěšnost analytiků je hlavně díky správnému určení aktuální makroekonomické situace, firemních informací a očekávání, záměrech konkurence atd.

Určení míry růstu dividend (zisku) při současné finanční situace společnosti lze za pomoci firemních finančních ukazatelů, jako jsou rentabilita vlastního kapitálu, zisková marže, dividendový výplatní poměr atd. Model, který se používá se nazývá udržovací růstový model. Za podmínky, že je dividendový výplatní poměr konstantní lze vztah určit následovně:

$$g_D = \frac{D_{t+1} - D_t}{D_t} = g_E = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t}, \quad (2.56)$$

kde g_D je míra růstu dividend mezi $t+1$ a t , g_E je míra růstu zisku mezi $t+1$ a t , D_{t+1} je dividendy vyplacená v období $t+1$, D_t je dividendy vyplacená v období t , E_{t+1} je zisk vykázaný v období $t+1$ a E_t je zisk vykázaný v období t .

Míra růstu zisku (dividend) lze vyjádřit pomocí vzorce (2.52) takto:

$$g = \frac{ROE_t \cdot BV_t - ROE_{t-1} \cdot BV_{t-1}}{ROE_{t-1} \cdot BV_{t-1}}, \quad (2.57)$$

Kromě míry rentability vlastního kapitálu lze určit míru dividend (zisku) za pomoci i jiných faktorů, jako je např. zadluženost, dividendová politika, rentabilita aktiv.

Další vstupním parametrem je **míra růstu cash flow**, která vychází také ze tří zdrojů určení stejně jako míra růstu dividend (zisku). Z historické míry růstu cash flow vychází z historických údajů veličiny cash flow. Analytik pro určení míry růstu mezi lety používá aritmetické a geometrické průměry nebo se opírá o lineární regresi. Subjektivní odhady analytiků mají výhodu oproti modelům časových řad tím, že mají k dispozici aktuální a specifické informace. S vyšší délkou periody klesá vypovídací schopnost. Také můžeme vyjít z firemních finančních ukazatelů, výpočet je velmi podobný při určení míry růstu

dividend (zisku). Jen s tím rozdílem, že se pro výpočet používá rentabilita vloženého kapitálu (ROC). Míra růstu cash flow lze tedy zapsat takto:

$$g_{FCF} = ROC \cdot b_R \quad (2.58)$$

to tedy znamená že,

$$ROC = EBIT \cdot (1-t) / IC \quad (2.59)$$

a také

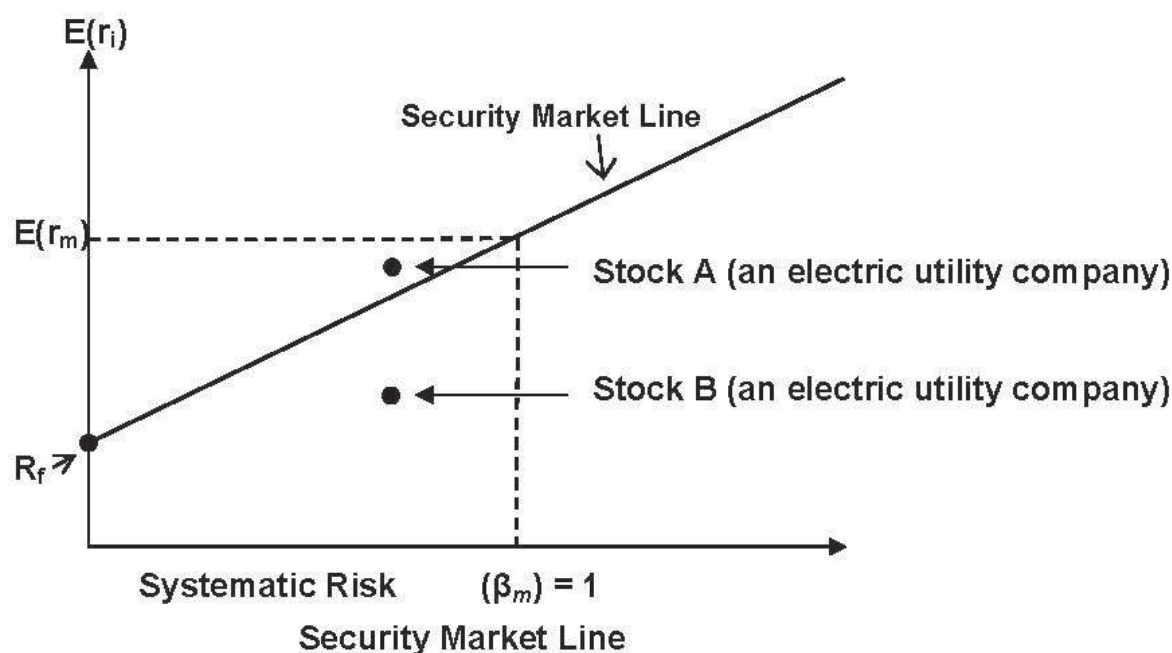
$$b_R = \frac{(IV - \text{odpisy} + \Delta\text{ČPK})}{EBIT \cdot (1-t)}, \quad (2.60)$$

kde *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky, *ROC* je rentabilita vloženého kapitálu (vlastní i cizí), *b_R* je míra investic, *IC* je celkový vložený kapitál, *t* je daňová sazba (Veselá, 2003).

Za nezbytný vstupní údaj se považuje požadovaná výnosová míra pro modely respektující časovou hodnotu peněz. Generuje přesnost a adekvátnost vypočtené vnitřní hodnoty akcie a výsledek celého hodnocení. Je také důležitým nástrojem při převodu budoucích toků na současnou hodnotu. Požadovaná míra výnosnosti v sobě zahrnuje obětované příležitosti a inflaci, ale také riziko a likviditu. Pokud roste riziko a likvidita klesá, jedná se pro investory o negativní faktor, proto se od takové akcie očekává vyšší výnos.

Existuje několik modelů, podle kterých lze určit požadovanou míru výnosnosti, nejvíce používaným je CAPM model. CAPM model definuje vztah mezi očekávaným výnosem a systematickým rizikem, který je vyjádřen betou (Veselá, 2011).

Obrázek 2.2: Přímka trhu cenných papírů SML v modelu CAPM



Zdroj: [http://financialplanningbodyofknowledge.com/wiki/Security_market_line_\(SML\)](http://financialplanningbodyofknowledge.com/wiki/Security_market_line_(SML))

Z obrázku 2.2 jsou nad přímkou SML zobrazeny podhodnocené instrumenty a portfolia, které se prodávají za nižší kurz, než odpovídá kurzu rovnovážnému. Tyto instrumenty jsou pro investory atraktivní investiční příležitosti, protože mají vyšší očekávanou výnosovou míru, než je jejich úroveň systematického rizika. Naopak podhodnocené instrumenty a portfolia, které se nachází pod křivkou SML, nejsou pro investory atraktivní, protože mají nižší výnos, než by odpovídalo jejich výši rizika (Mařík, 1998).

CAPM model lze také vyjádřit matematicky následovně:

$$E(r_i) = R_F + \beta_i \cdot (r_m - R_F), \quad (2.61)$$

kde $E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra produkovaná akciami i nebo portfoliem i, R_F je bezriziková výnosová míra produkovaná instrumentem s nulovou úrovní systematického rizika, β_i je beta faktor akcie i nebo portfolia i a r_m je tržní výnosová míra produkovaná tržním indexem.

2.5 SWOT analýza

Každý investor by měl zakomponovat do hodnocení SWOT analýzu, podle které vyhodnocuje celkově silné stránky společnosti (Strengths), slabé (Weaknesses), příležitosti (Opportunities) a hrozby (Threats), viz obrázek 2.3. Mezi silné stránky patří interní kapacity, zdroje a pozitivní situační faktory, které mohou pomoci společnosti plnit požadavky zákazníků. Slabé stránky jsou interní omezení a negativní situační faktory, které mohou ovlivňovat negativně výkon společnosti. Příležitosti jsou příznivé faktory a trendy vnějšího prostředí, které mohou společnosti využít pro svůj prospěch. Hrozby jsou nepříznivé vnější faktory a trendy, které mohou představovat problémy s výkonem společnosti.

Obrázek 2.3: SWOT analýza



Zdroj: Kotler, P. (2011)

Z obrázku 2.3 je možné zpozorovat že, vnitřní prostředí určuje silné a slabé stránky firmy. Tyto stránky lze lehce změnit, protože o nich rozhoduje firma a porovnávají se

s konkurencí. Cílem společnosti je maximalizace silných stránek. Druhou oblastí je analýza vnějšího prostředí podniku a mezi ně lze zahrnout příležitosti a hrozby, které společnost nemůže nijak ovlivňovat. Tyto faktory lze pouze jen snížit (hrozby) nebo zvýšit (příležitosti) na vliv podniku (Kotler, 2011).

3 Globální a odvětvová analýza

V této kapitole bude v první části rozebrána globální analýza, která byla teoreticky zmíněna v kapitole 2.1, v této části bude zhodnocena makroekonomická situace za období posledních deset let. Makroekonomickými veličinami, které nejvíce ovlivňují vnitřní hodnotu akcie, jsou reálný výstup ekonomiky, úrokové míry, inflace, peněžní nabídka, devizové kurzy a fiskální politika.

Druhá část kapitoly se bude zabývat odvětvovou analýzou společnosti Vítkovice a.s., která byla teoreticky rozebrána v kapitole 2.2. Odvětvová analýza bude hlavně zaměřena na analýzu trhu, regulace odvětví a vstup do odvětví, tržní struktura odvětví, citlivost odvětví na hospodářském cyklu.

3.1 Globální fundamentální analýza

Mezi vývojem akciového kurzu a makroekonomickými indikátory existují určité vztahy a vazby. Cílem globální analýzy je určit tyto vzájemné vztahy a vazby a následně určit budoucí vývoj akciových instrumentů.

V jednotlivých podkapitolách budou rozebrány nejhlavnější makroekonomické veličiny, které ovlivňují akciové instrumenty, jako jsou reálný výstup ekonomiky, úrokové míry, inflace, peněžní nabídka, fiskální politika, devizové kurzy.

3.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Na akciových trzích existuje v dlouhém období velmi těsný vztah mezi výstupem reálné ekonomiky a akciovými kursy. Reálný výstup je určován pomocí ukazatele hrubého domácího produktu (dále jen HDP), který hodnotí výkonnost ekonomiky jako celku. Vztah mezi akciovými kursy a HDP je označován jako kladný, jenže akciové kurzy jsou předbíhající HDP o několik měsíců, a to z důvodu tohoto, že investoři očekávají růst HDP nakupují akcie, to vede k rostoucí investiční činnosti, což vede ke skutečnému ovlivnění HDP.

Vývoj HDP v tabulce 3.1 je zaznamenán od roku 2007 až do roku 2016 data jsou převzata z Českého statistického úřadu (dále jen ČSÚ)

Tabulka 3.1: Vývoj HDP od 2007 do 2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP (%, r/r)	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5	-
HDP (mld. Kč)	3831,8	4 015,3	3 921,8	3 953,7	4033,8	4059,9	4098,1	4313,8	4554,6	4716,1

Zdroj: ČSÚ

Oproti roku 2006 se HDP v roce 2007 zvýšilo, a to díky růstu výdajů na konečnou spotřebu, tvorbu kapitálu i výsledků zahraničního obchodu. Dalším stimulem k růstu byly výdaje zdravotních pojišťoven, které přispěly o 0,5 %. Tento jev byl nejspíše způsoben zvýšeným zájmem občanů o služby v zdravotnictví ještě před zavedením poplatků v roce 2008. V roce 2007 také rostla zaměstnanost v ekonomice, pracovalo o 1,9 % více osob než v roce 2006. Důležitým růstem také byla na nabídkové straně hrubá přidaná hodnota v reálném vyjádření, zejména odvětví energetiky, zpracovatelského průmyslu a obchodu.

Ekonomika zaznamenala výrazné meziroční zpomalení růstu a meziroční pokles reálného HDP v roce 2008, který byl ovlivněn několika událostmi. Česká ekonomika byla od poloviny roku 2007 v sestupné fázi hospodářského cyklu, což mělo za následek zpomalování růstu HDP. Během roku 2008 byla česká ekonomika také zasažena globální finanční krizí, která měla za následek pokles poptávky po zboží a službách. Tato skutečnost byla pro českou ekonomiku zásadní kvůli orientaci exportní ekonomiky v České republice to vedlo ke vzniku odbytových potíží a také k opatrnějším poskytování úvěrů komerčními bankami jak v podnikatelské sféře, tak i pro obyvatele. Velký vliv také měla vysoká cena ropy, která vedla k poklesu reálného HDP.

V roce 2009 byl pokles HDP o 4,8 % a s tím byl spojen i pokles zaměstnanosti o 1,3 %. Celkově byla zasažena celá ekonomika hospodářskou recesí, a to z důvodu ekonomické krize. Tento pokles HDP byl největší za celé sledované období a nejhorší od roku 1995.

V roce 2010 byl meziroční růst HDP ve výši 2,3 % hlavním důvodem růstu byla postupně rostoucí výkonost průmyslových odvětví a tržních služeb. Ekonomický růst působil pozitivně na chemický, gumárenský průmysl, strojírenství a kovovýrobu, výrobu dopravních prostředků a elektrických strojů, které se považují za tradičně exportní odvětví. Na druhou stranu byl zaznamenán pokles objemu zakázek a poptávky po nových bytech, stavebnictví a od druhé poloviny roku také pokles zemědělské produkce vlivem nepříznivých klimatických podmínek. Negativně působilo na vývoj HDP snížení rozpočtových výdajů v sektoru vládních institucí.

Na začátku roku 2011 pokračoval růstový trend HDP, přičemž v průběhu roku postupně ztrácel tempo růstu. Pozitivně na růst HDP působil zpracovatelský průmysl a odvětví dopravy, naopak klesla ekonomická výkonnost stavebnictví. V průběhu roku byl propad investiční aktivity jak podnikatelských subjektů, tak i vládních institucí, což mělo za následek snížení tvorby kapitálu. Během roku výdaje vládních institucí také zaznamenaly částečný pokles, a naopak počet zaměstnaných osob se zvýšil oproti předchozímu roku o 0,3 %.

Naproti tomu v roce 2012 bylo snížení HDP strmější o -0,8 %, a tím se znova HDP dostalo do záporných hodnot. Meziroční vývoj HDP v roce 2012 negativně ovlivnilo odvětví stavebnictví kvůli nedostatečné investiční aktivitě podnikatelského i vládního sektoru. Horší výsledky oproti roku 2011 vykazovalo odvětví zemědělství, podnikatelských služeb a zpracovatelského průmyslu, a to hlavně výroba dopravních prostředků. Nárůst spotřební daně z tabákových výrobků, kvůli předzásobením související s plánovaným zvýšením daňové sazby v roce 2013, mělo pozitivní vliv na vývoj HDP. Velmi byla diferenciována poptávka k vývoji HDP, a to z důvodu, že růst zahraničního obchodu ve výši 4,3 % nebyl schopen pokrýt pokles výdajů na konečnou spotřebu domácností ve výši 3 % a tvorbu fixního kapitálu.

V roce 2013 pokračoval meziroční klesající trend HDP, který byl způsoben hlavně slabou poptávkou po investičním zboží a poklesem aktivního salda zahraničního obchodu. Výdaje na konečnou spotřebu zůstaly na podobné úrovni jako v předchozím roce.

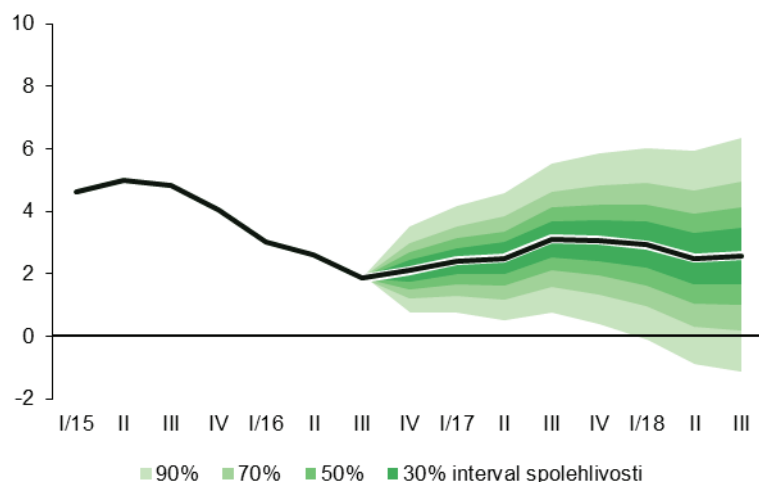
Naopak v roce 2014 se HDP meziročně zvýšilo a tím se znovu dostalo do kladných hodnot. K růstu přispěla zahraniční poptávka i domácí poptávka po investičním zboží a konečná spotřeba domácností. Oproti roku 2013 stoupla i zaměstnanost o 0,4 %.

Nejvyšší růst HDP byl v roce 2015, kdy HDP vzrostlo o 4,5 %. České ekonomice pomohla rostoucí spotřeba domácností o 2,9 % spolu s vyšší investiční aktivitou o 9,6 %, které zaznamenaly nejrychlejší růst od roku 2007. Za hospodářským růstem byla spíše domácí poptávka než zahraniční obchod, ale i investice včetně zásob a spotřeba vládních institucí. Dále pokračoval trend rychlejšího růstu dovozu než vývozu.

Podle předběžného odhadu bylo HDP v roce 2016 o 2,3 % vyšší než v roce 2015. Po úspěšném roce 2015 se stále zvyšovala výkonnost ekonomiky. Důvodem růstu byla spotřeba domácností a zahraniční obchod. Rostoucí domácí a zahraniční poptávka přispívala většinou odvětví národního hospodářství, zejména zpracovatelskému průmyslu.

Prognóza HDP podle České národní banky (dále jen ČNB) pro následující dva roky je taková, že meziroční růst reálného HDP v roce 2017 je ve výši 2,8 % a v roce 2018 také ve výši 2,8 %. Prognóza vývoje je zobrazena v grafu 3.1.

Graf 3.1: Prognóza vývoje HDP



Zdroj: ČNB

Prognóza vývoje HDP zobrazuje vějířový graf, který zachycuje nejistotu budoucího vývoje sezonně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásmo pohybující se kolem středu zobrazuje vývoj, který nastane s 30 % pravděpodobností. Světlejší pásma, která se postupně rozšiřují zobrazují vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

3.1.2 Úrokové míry

Vztah mezi úrokovými mírami a kurzem akcii je inverzní, to znamená, že pokud rostou úrokové míry, akciové kurzy klesají. Pro znázornění vývoje budou použity tři základní úrokové míry ČNB, kterými jsou dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba neboli automatizovaná depozitní facilita, lombardní sazba neboli marginální zápůjční facilita. Dvoutýdenní repo sazba, pomocí níž ČNB reguluje množství peněz v oběhu od bank, přebírá přebytečnou likviditu, a naopak ji předává cenné papíry, které banka později vrátí ČNB, zatímco ČNB vrátí bance zapůjčené finanční prostředky zvýšené o dohodnutý úrok. Za diskontní sazbu ČNB poskytuje obchodním bankám uložit přes noc přebytečnou likviditu bez zajištění. Diskontní sazba určuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Na druhé straně za lombardní sazbu si mohou vypůjčit obchodní banky finanční prostředky od ČNB oproti zástavě cenných papírů. Lombardní sazba určuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. V následující tabulce 3.2 je zobrazen vývoj tří nejzákladnějších úrokových měr určených analytiky ČNB za posledních deset let.

Tabulka 3.2: Vývoj úrokové míry

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2 T Repo sazba (%)	3,5	2,25	1	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Diskontní sazba (%)	2,5	1,25	0,25	0,25	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Lombardní sazba (%)	2,5	3,25	2	1,75	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

Zdroj: Databáze časových řad ARAD, ČNB

V roce 2007 a 2008 byly vysoké úrokové míry, a to z důvodu inflačních tlaků v české ekonomice, které byly způsobeny rostoucí spotřebou domácností a dopady fiskální reformy, ale už v průběhu roku 2008 začaly mírně klesat. Dvoutýdenní repo sazba dokonce během roku 2008 klesla třikrát. Tento pokles byl způsoben globální krizí, která se dostala do celého světa prostřednictvím investičních instrumentů. Razantní pokles nastal v roce 2009, kdy diskontní sazba klesla o 1 p.b. a dvoutýdenní repo sazba a lombardní sazba o 1,25 p.b. Následující dva roky byly úrokové míry celkově konstantní změnila se jen dvoutýdenní repo sazba a lombardní sazba o 0,25 p.b., to bylo způsobeno zpomalením dřívějšího uvolnění měnové politiky. Od roku 2012 klesly všechny úrokové sazby, které byly na nejnižší úrovni za celou historii. Toto snížení vedlo v poklesu průměrné úrokové sazby nových úvěrů a k nižšímu úročení vkladů, což pokračovalo i v dalších letech. Od roku 2013 přistoupila ČNB ke kurzovým intervencím usilujícím o oslabení kurzu domácí měny. Snahou ČNB bylo udržet kurz domácí měny k euru, což mělo vliv na finanční trhy. Proto v následujících letech ČNB nevyhlašovala vyšší úrokové sazby, ale držela se kurzového závazku držet nejnižší sazby.

Ukončení kurzového závazku se podle analytiků předpokládá v tomto roce 2017, ale nelze předpokládat, že by nastala zásadní změna úrokových sazeb, měla by vést k posílení české měny k úrovni roku 2013. Podle analytiků se také předpokládá, že úrokové sazby zůstanou na historicky nízké úrovni, alespoň do poloviny roku 2018.

3.1.3 Inlace

Inlace je také důležitý makroekonomický ukazatel, který vyjadřuje nárůst všeobecné cenové hladiny zboží a služeb v ekonomice v určitém časovém období. Když je ekonomika ve stabilní situaci, vztah mezi akciovými kurzy a inflací je negativní. Pokud je ale růst inflace neočekávaný, způsobí to také znehodnocení akciových kurzů. Míra inflace, která je vyjádřena v následující tabulce 3.3, je přírůstkem průměrného ročního indexu

spotřebitelských cen vyjadřující procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12 předchozích měsíců. Data jsou uvedena v procentech

Tabulka 3.3: Vývoj inflace

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2,8	6,3	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7

Zdroj: ČSÚ

Ve sledovaném období byl vývoj inflace stabilizován na nízkých hodnotách, a to z důvodu měnové politiky v podobě cílování inflace. Jedinou výjimkou byl rok 2008, kdy inflace vzrostla nad 6 %, což bylo následkem jednorázového vlivu úprav nepřímých daní, uvolnění regulovaných cen a rychlým růstem světových cen komodit. V roce 2009 klesla inflace na jeden procentní bod, což bylo důvodem snížení cenového růstu, to znamená pokles cen potravin a nealkoholických nápojů, pohonných hmot a automobilů.

V roce 2010 vzrostla inflace o 0,5 p.b. což mohlo být příčinou růstu cen pohonných hmot a alkoholických nápojů, zrychlení růstu regulovaných cen a zmírnění poklesu cen potravin. ČNB mohla díky nízké inflaci snížit hlavní úrokové sazby.

V roce 2011 byla inflace skoro ve výši inflačního cíle 2 %, to bylo následkem promítnutí zvýšení sazby DPH do cen potravin. K této výši inflace měl pomoci i mírně posilující kurz koruny.

Vlivy působící na růst inflace v roce 2012 způsobily faktory, jako je například zvýšení nebo snížené sazby daně z přidané hodnoty, deregulace nájemného, zvýšení spotřební daně u tabáku nebo růst cen pohonných hmot.

V roce 2013 klesla míra inflace, kdy dosáhla 1,4 %. V listopadu proběhla měnová intervence ČNB, která působila na růst cen zboží obchodovaného na tuzemském trhu v eurech, což přispělo k poklesu inflace.

Pod inflačním cílem byla inflace v roce 2014, kdy poklesly ceny v energetice devizovými intervencemi z přecházejícího roku. Z prognóz byla obava, že v tomto roce dojde k deflaci, ke které nakonec nedošlo.

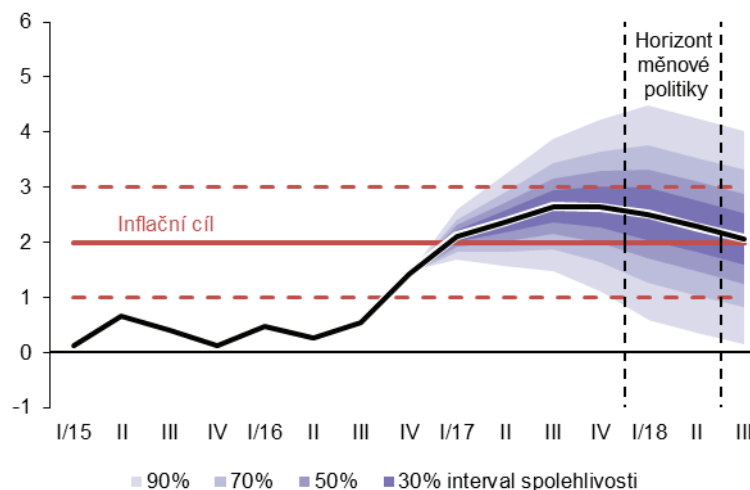
V roce 2015 dále mírně poklesla inflace hlavními vlivy byl pokles cen benzínu a nafty, snížení sazby DPH na určité výrobky. Tato výše inflace byla nejnižší za celé sledované období.

Mírný vzrůst inflace nastal v roce 2016, což bylo zapříčiněno potřebou nadále udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky, které nadále přetrvávaly. Posílení kurzu by bylo nepříznivým faktorem, který by oddálil dosažení inflačního cíle.

Prognóza na rok 2017 by se měla pohybovat kolem inflačního cíle, a dokonce tento růst by měl inflační cíl převýšit. Tento růst by měl být hlavně z důvodu tažení cen potravin

a pohonných hmot. Pro ČNB je tento výhled inflace zásadní pro ukončení kurzového závazku, který ČNB vidí na polovinu roku 2017. Pro rok 2018 je prognóza taková, že by měla převýšit inflační cíl i 0,5 p. b. podle analytiků ČNB.

Graf 3.2: Vývoj inflace



Zdroj: ČNB

Vějířový graf 3.2. zobrazuje prognózu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavší pásmo kolem středu odpovídá vývoji, který nastane s 30 % pravděpodobností. Světlejší pásmo zobrazuje postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

3.1.4 Peněžní nabídka

Nabídka peněz předbíhá i vývoj akciových kurzů. V krátkém období je vztah mezi těmito veličinami pozitivní. To znamená, že když se zvýší peněžní zásoba, investoři mají pocit nadbytku finančních prostředků, které mohou investovat do akcií. Růst peněžní zásoby způsobuje pokles krátkodobé úrokové míry, což vede k růstu akcie

Peněžní zásoba M1 jsou tzv. úzké peníze, které zahrnují oběživo nebankovních institucí a jednodenní vklady na běžných účtech. Pod pojmem střední peníze je peněžní zásoba M2, ta zahrnuje M1 a terminované vklady s výpovědní lhůtou tři měsíce na účtech obchodních bank a ostatní vklady s dobou splatnosti dvou let. Peněžní zásoba M3 jsou tzv. široké peníze, jejichž součástí je zásoba M2 a akcie/podílové listy fondů peněžního trhu, emitované dluhové cenné papíry se splatností do 2 let a repo operace. V tabulce 3.4 je zobrazen vývoj peněžních agregátů za posledních deset let.

Tabulka 3.4: Vývoj peněžní zásoby

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
M1(%)	15,7	9,7	6,1	7,8	6,0	8,9	7,0	10,9	11,4	10,5
M2(%)	17,0	14,0	0,8	0,3	3,7	4,9	4,6	6,4	8,5	6,8
M3(%)	16,7	13,1	0,4	0,0	3,1	5,3	5,4	5,7	8,2	6,7

Zdroj: ČSÚ

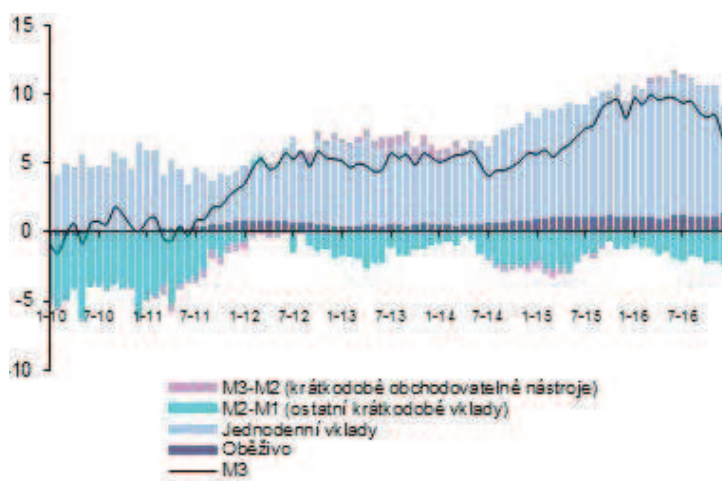
V roce 2009 bylo výrazné zpomalení peněžního agregátu M2. Snížilo se tempo růstu půjček domácnostem, a i firemního sektoru. Jedinou tendenci k růstu měly jednodenní vklady.

Vývoj roční míry peněžního agregátu M3 byl od začátku roku 2010 až do první poloviny roku 2011 kolem nulové hodnoty. Od druhé poloviny 2011 docházelo k postupnému růstu a od roku 2012 se pohyboval okolo 5 %. V roce 2013 byla výše peněžní zásoby skoro stejná jako v předchozím roce.

Zásoba peněz v ekonomice stoupla koncem března 2014. Z pohledu pasiv byl tento nárůst peněžního agregátu M2 způsoben růstem neterminovaných vkladů firem. Tyto dodatečné zisky získaly díky zlepšené zahraniční poptávce a uměle oslabeného kurzu české koruny.

Rostoucí trend peněžní zásoby byl zaznamenán v roce 2015, kdy peněžní zásoba agregátu M2 stoupla na 3 546,8 miliard, což byl největší nárůst od roku 2008. Růst peněžního agregátu byl rychlejší než růst nominálního HDP, což bylo způsobeno vlivem expanzivní měnové politiky.

Graf 3.3: Vývoj roční míry růstu peněžního agregátu M3



Zdroj: ČNB

Graf 3.3 zobrazuje tento vývoj roční míry peněžního agregátu M3 za celé sledované období. V roce 2016 byl peněžní agregát M3 ve výši 6,7 %, na jeho růstu se především

podílely jednodenní vklady na úkor vkladů se splatností do dvou let a vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců, které se snížily o 75,9 miliard. korun. Položky repo operací, cenných papírů, fondů peněžního trhu a dluhopisů se splatností do dvou let, které jsou objemu peněžních agregátů prakticky bezvýznamné, kolísaly během roku mezi 15 až 25 miliardami korun.

3.1.5 Fiskální politika

Veřejný dluh v rámci fiskální politiky také ovlivňuje akciové instrumenty. Pokud stát řídí fiskální politiku umírněně na akciovém trhu se to nemusí plně projevit. Jestli je ve státě přiměřené množství peněz, tak to nutně nemusí hrozit propad akciových kurzů. Naopak při snížení množství peněz v ekonomice může dojít k velkému propadu akciových kurzů. Tabulka 3.5 zobrazuje vývoj státního dluhu do roku 2015, protože data pro rok 2016 ještě nejsou zveřejněna. Data jsou uvedena v mld. Kč.

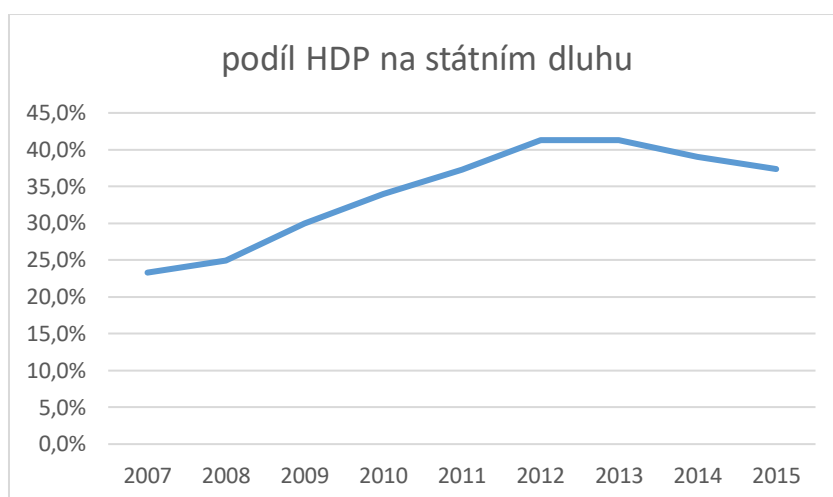
Tabulka 3.5: Vývoj státního dluhu v ČR

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
892,3	999,8	1 178,20	1 344,10	1 499,40	1 667,60	1 683,30	1 663,70	1 673,00

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Jak je zřejmé z tabulky 3.5 státní dluh v ČR ve sledovaném období má rostoucí trend, kvůli finanční krizi, která od roku 2008 zasáhla i ČR. Od roku 2012 se výše státního dluhu výrazně neměnila nejvyšší hodnota byla v roce 2013 v tomto roce také byly vyčerpány rezervní prostředky. Také byla větší emise dluhopisů, než byl deficit státního rozpočtu, proto v roce 2016 se dá počítat s nárůstem dluhu podle výše deficitu státního rozpočtu. Podle odborníků by výše státního dluhu měla vzrůst na cca 1713 mld. Kč. Maastrichtská konvergenční kritéria byla v rámci zadluženosti země překračována v letech 2009-2011 vlivem světové krize.

Graf 3.4: Podíl HDP na státním dluhu



Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ

Jak lze pozorovat z grafu 3.4, největší růst podílu HDP byl od roku 2008 až do roku 2012, a to kvůli už dříve zmiňované finanční krizi, tento růst se zastavil až v roce 2013. Od roku 2014 lze sledovat klesající tendenci, a to díky růstu ekonomiky, kdy dluh jako podíl HDP klesá.

3.1.6 Devizové kurzy

Podle analytiků není vztah mezi devizovými a akciovými kurzy vůbec jednoznačný. Devizové kurzy jsou důležitým faktorem v podnikové sféře, ale zároveň i na makroekonomické úrovni.

Nejvíce používanými měnami k obchodování jsou americký dolar a euro. Vývoj těchto kurzů je zobrazen v tabulce 3.6, údaje jsou uvedeny jako měsíční kumulované průměry.

Tabulka 3.6. Vývoj devizových kurzů

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CZK/EUR	27,76	24,94	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03
CZK/USD	20,31	17,04	19,06	19,11	17,69	19,58	19,57	20,75	24,6	24,43

Zdroj: ČNB

Ve druhé polovině roku 2007 a první polovině roku 2008 tempo posilování koruny vůči euru výrazně zrychlilo, tyto hodnoty byly dosud nejsilnější koruny vůči euru. Významné pohybu v kurzu proběhli mezi rokem 2008 a 2009, kdy se kurz pohyboval od 22,97 Kč za euro v červenci 2008 po 29,47 Kč za euro v únoru 2009. V dalších letech nebyly

pohyby takto rozdílné. Od roku 2010 do 2013 spíše česká koruna oslabovala. Od roku 2014 se obchoduje kvůli intervencím ČNB kolem hranice 27 korun za euro, výkyvy jsou velmi nevýznamné. Po ukončení této uměle držené hranice se předpovídá, že koruna skokově posílí. Kurzový závazek slouží k pumpování peněz do ekonomiky.

Česká koruna vůči americkému dolaru od roku 2009 do roku 2013 oslabila. Hlavním důvodem, stejně jako u eura, byla finanční krize. Od roku 2014 posílila americká měna. V roce 2015 byl nejvyšší kurz koruny vůči dolaru za celé sledované období, kdy česká koruna znova posílila vůči dolaru, a to díky ukotvení měny euro, kdy vůči ní dolar posiluje.

Prognóza kurzu CZK/EUR je pro rok 2017 ve výši 26,9 CZK/EUR a pro rok 2018 ve výši 26,3 CZK/EUR podle analytiků ministerstva financí, to tedy znamená že kurz koruny k euru začne pomalu posilovat.

3.2 Odvětvová fundamentální analýza

Odvětvová analýza je zaměřena na charakteristiku faktorů, rysů a specifík odvětví, v němž společnost VÍTKOVICE a.s. působí. Při analyzování budou nalezeny hlavní specifika odvětvových faktorů, které působí na vnitřní hodnotu akcie.

Za odvětvové faktory se považují regulace a dohled v odvětví, vstup do odvětví, tržní struktura odvětví, citlivost odvětví na hospodářském cyklu, konkurenční prostředí.

VÍTKOVICE a.s. působí v odvětví strojírenské produkce a v oblasti dodávek velkých investičních celků. Jejich výroba ve strojírenském odvětví je velmi široká, jedná se jak o tradiční výrobu sériových produktů, tak i engineeringové obory. V současnosti jsou Vítkovice evropským lídrem ve výrobě ocelových lahví a mají pětinový podíl na světovém trhu speciálních zalomených hřídelí pro velké námořní lodě. Podílejí se nově také na rozvoji přechodu pohonu automobilů z klasických paliv na alternativní pohon stlačeným zemním plynem (CNG).

3.2.1 Analýza trhu strojírenského odvětví

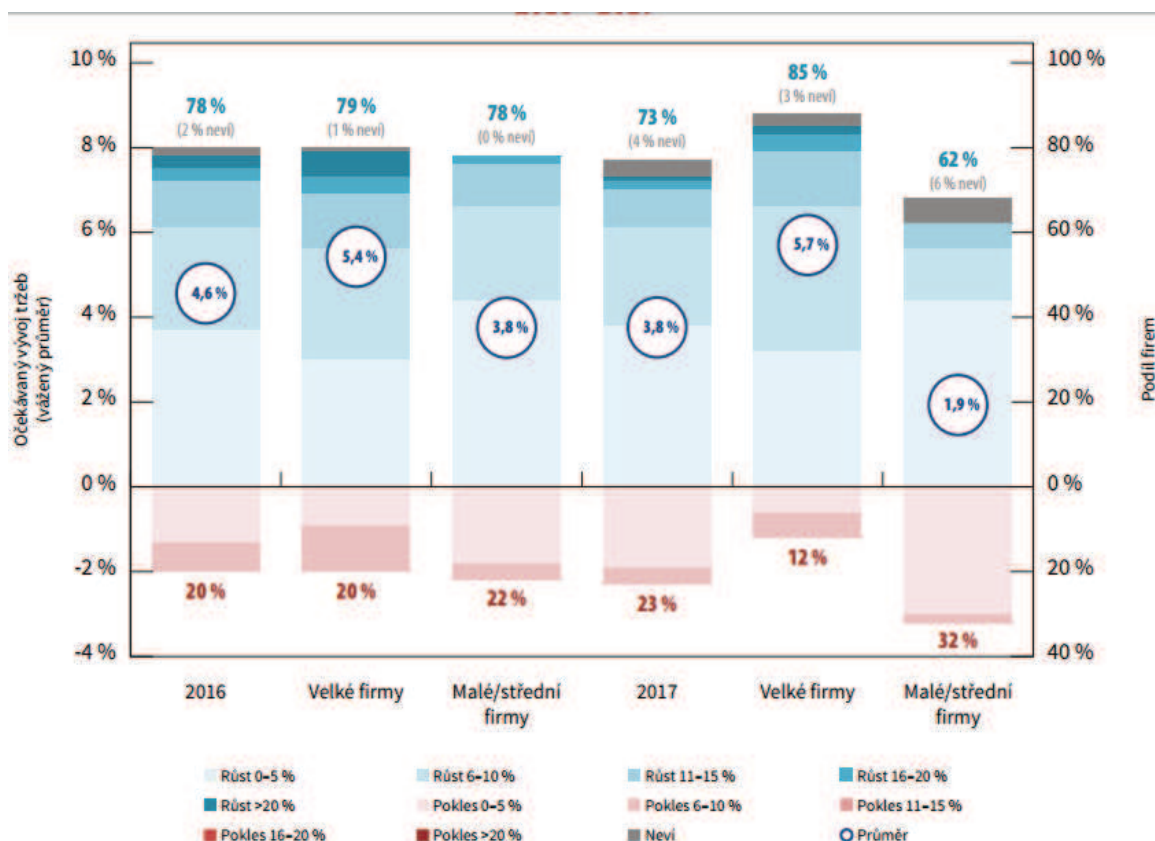
Strojírenské odvětví se dělí na více odvětví podle typu produkce. **Těžké strojírenství** produkuje výrobky velkých hmotností, rozměrů a zajišťuje vybavení pro důležité hospodářské podniky, například pro doly, hutě a továrny. Produkty těžkého strojírenství jsou například části velkých lodí a letadel, těžební, energetická a hutní technika. **Střední strojírenství** produkuje výrobní prostředky pro více odvětví i pro většinu oborů lehkého průmyslu, nejčastěji jsou to obráběcí stroje. Do středního průmyslu také patří výroba automobilů a motocyklů, jejichž produkce tvoří největší obor strojírenského průmyslu. **Lehké strojírenství** je odvětví, které se zabývá produkcí spotřební elektrotechniky a elektroniky. Nejčastější produkty lehkého strojírenství jsou radiopřijímače, televizory,

spotřební elektronika. **Přesné strojírenství**, rysem tohoto odvětví převaha kvalifikované práce nad množstvím a hodnotou materiálu, proto jsou tato odvětví orientována spíše ve vyspělých zemích s vědeckým výzkumem. Toto odvětví se zaměřuje na obory jemnou mechaniku, hlavně v oborech zdravotnictví, optiky, ale i výroba měřících strojů. **Investiční strojírenství** je zaměřené na výrobu kompletních celků pro energetiku, dopravní, těžební a zpracovatelský průmysl. Firma spolupracuje s mnoha subdodavateli, zajišťuje kompletní produkt přes veškeré technologie, materiál i konečnou kompletaci. Toto odvětví strojírenství lze produkovat jen v zemích s velkou různorodostí a vyspělostí v strojírenství.

VÍTKOVICE a.s. je nejvýznamnější českou strojírenskou skupinou. Silnou pozici má ve vybraných odvětvích strojírenské produkce, a to hlavně v oblasti těžkého strojírenství a investičního strojírenství.

Strojírenství je všeobecně vnímáno jako důležité odvětví české ekonomiky. Toto odvětví je materiálově i energeticky vysoce náročné u nás nejvíce produktu těžkého strojírenství pochází z Moravskoslezského kraje, a to 98 % produkce železa a oceli dle studie českého strojírenství (2016). Tuzemské těžké strojírenství mělo největší růst ve druhé polovině minulého století, kdy česká ekonomika se rozvíjela v orientaci na export. Významný zvrat v odvětví těžkého strojírenství byl v roce 2009 z důvodu globální ekonomické krize, která se v odvětví objevila opožděně. Výkony jednotlivých nejvýznamnějších podniků v oboru v roce 2009 klesly na necelých 32 miliard Kč, což se srovnání s předchozím rokem o 29 % méně. Až v roce 2013 nastal znovu růst ve strojírenské produkci, ale nevyrovnala se velikosti před krizí. Za celý rok 2014 se výroba ve zpracovatelském průmyslu stoupla o 6,4 %, a to hlavně kvůli zvýšené výrobě motorových vozidel a výrobě počítačů. V roce 2015 byl růst českého strojírenství o 2,1 %, což mělo za následek růst tržeb o výši 3,4 %. Vytížení strojírenských firem bylo z 86 %. V roce 2015 zavedla Evropská unie sankce proti Rusku, což ovlivnilo v krátkodobém horizontu tržby poloviny českých strojírenských firem a třetina firem hledala v důsledku sankcí nové odbytiště. V grafu 3.1 je zobrazen aktuální vývoj ve strojírenském průmyslu.

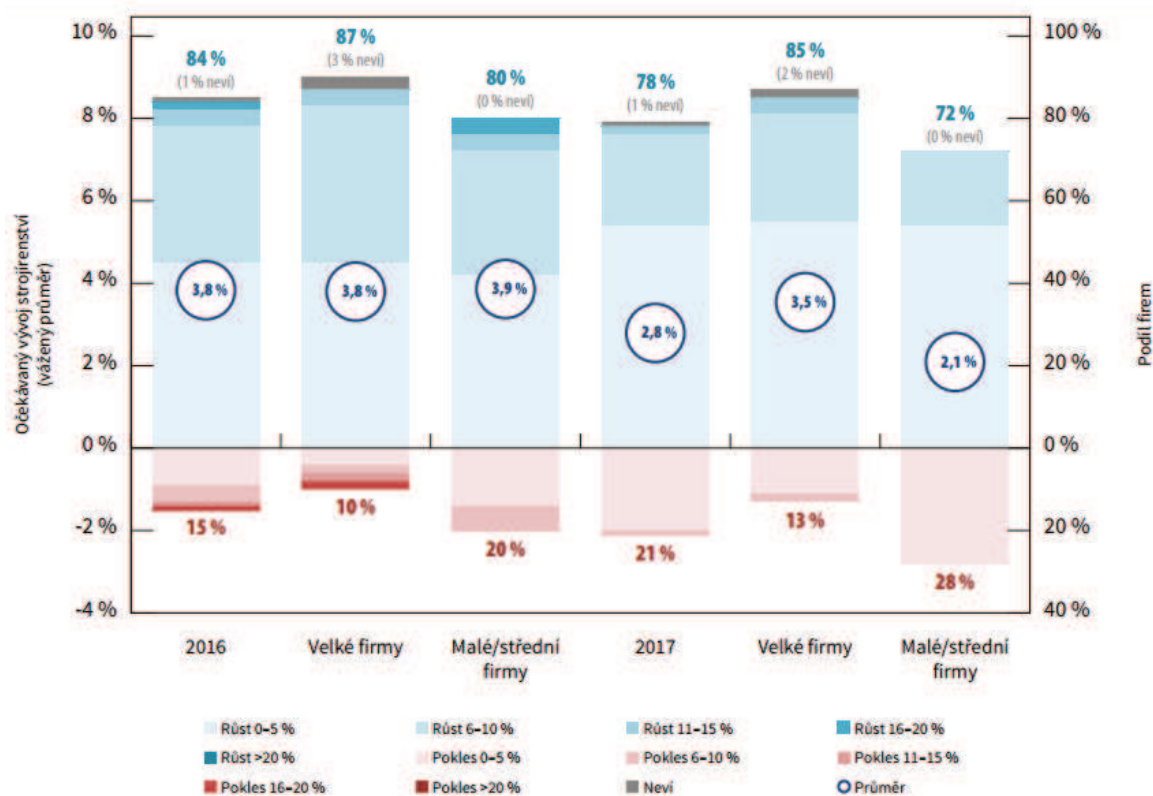
Graf 3.1: Očekávaný vývoj tržeb ve strojírenství



Zdroj: Studie českého strojírenství (2016)

V roce 2016 tuzemské strojírenství mělo růstový potenciál o 3,8 % vyšší než v předchozím roce. Do budoucnosti se plánuje zpomalení růstu. Ředitelé významných strojírenských společností prognózují pro rok 2017 zpomalení růstu o jeden procentní bod oproti roku 2016 a zpomalení růstu sektoru na 2,8 %. Za zmiňované důvody může být obava z přehřátí ekonomiky, nedostatek kvalifikované pracovní síly nebo ukončení intervencí ČNB na oslabení koruny a tím snížení růstu českého exportu, který je důležitý pro strojírenský průmysl. Velké strojírenské firmy měly v roce 2016 rostoucí tržby o 4,6 % a v roce 2017 očekávají další růst o 5,7 %. Naopak střední a malé strojírenské firmy očekávají v roce 2017 pokles svých tržeb. Následující situace je zobrazena v grafu 3.2.

Graf 3.2: Očekávaný vývoj strojírenství



Zdroj: Studie českého strojírenství (2016)

Kapacity strojírenských firem jsou aktuálně za rok 2016 vytížené z 88 %. Přetrvávajícím problémem strojírenského průmyslu je nedostatek kvalifikovaných pracovníků, a to hlavně na dělnických pracovních pozicích. Další faktory, které omezují růst strojírenského průmyslu jsou rozebrány v tabulce 3.2.

Tabulka 3.2: Hlavní omezující faktory růstu strojírenských společností

	Velké společnosti		Malé/střední společnosti	
	% firem	Hodnocení	% firem	Hodnocení
Nedostatečná zahraniční poptávka	89	5,0	66	4,8
Nedostatečná domácí poptávka	89	4,8	81	5,6
Nedostatek kvalifikované pracovní síly	100	6,6	88	6,0
Silná konkurence	100	5,7	96	5,4
Ceny materiálu a surovin	95	4,2	97	5,1
Ceny energií	89	5,0	96	4,8
Vysoké náklady na práci	100	4,9	98	5,6
Byrokracie a nekvalitní legislativa	95	5,3	98	6,7
Nedostatek financí na investice	89	3,5	92	4,5

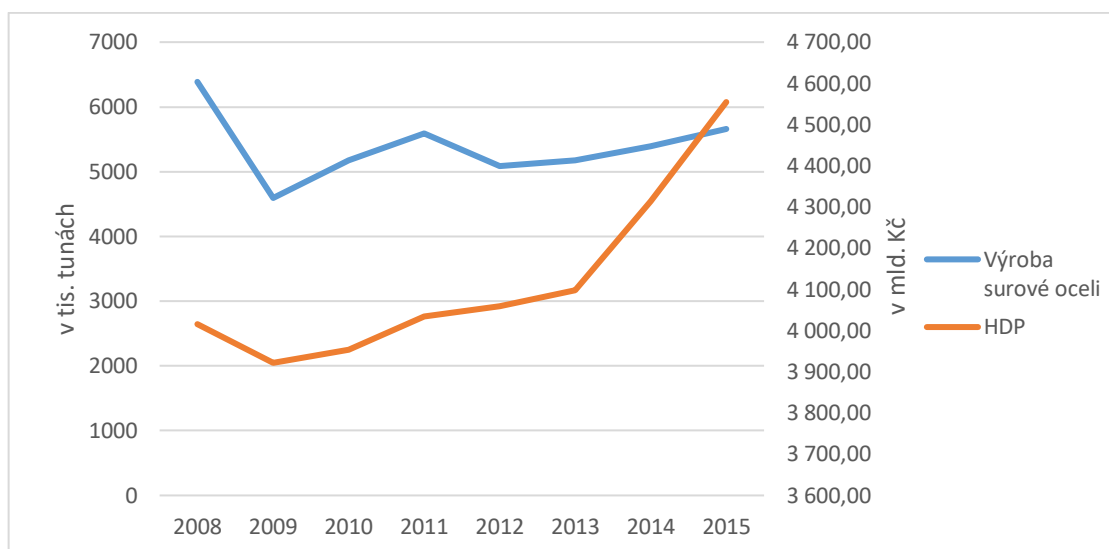
Zdroj: Studie českého strojírenství (2016)

Faktory omezující růst jsou rozdílné u malých/středních firem a velkých, zatímco velké firmy nejvíce omezuje nedostatek kvalifikované pracovní síly, vysoké náklady na práci, silná konkurence, malé/střední podniky omezuje byrokracie, nekvalitní legislativa a vysoké náklady na práci

3.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Odvětví strojírenství se dá z pohledu citlivosti na hospodářský cyklus považovat za cyklické odvětví, to tedy znamená, že když je ekonomika v období expanze dosahuje strojírenské odvětví dobrých hospodářských výsledků a naopak, když je ekonomika v recesi společnostem strojírenského odvětví klesá hospodářský výsledek. V grafu 3.2 je zobrazen vývoje HDP a výroby surové oceli, který potvrzuje cyklické odvětví. Vývoj HDP je v ročních datech v jednotkách mld. Kč převzat z údajů ČSÚ, výroba surové oceli je zaznamenána v jednotkách tisíců tun.

Graf 3.3: Vývoj výroby oceli a HDP v letech 2008-2015



Zdroj: vlastní zpracování, ČSÚ a www.ehutnik.cz

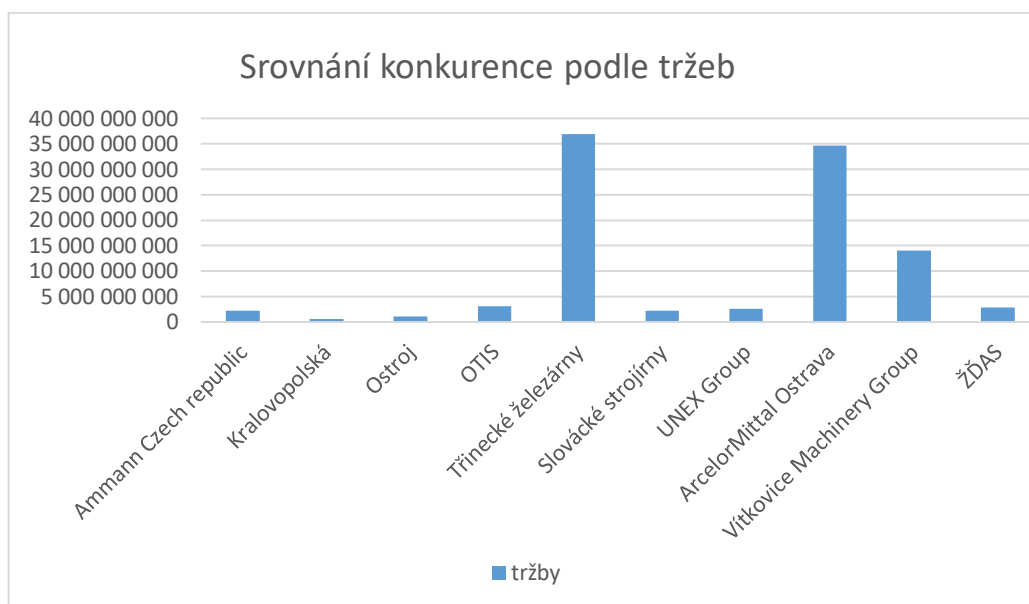
Dle grafu 3.3 je zřejmé, že výroba oceli kopíruje HDP v klesajících a rostoucích tendencích v období recese a expanze. V některých letech není tendence u obou veličin stejně výrazná. To například od roku 2014, kdy prudce začalo růst HDP a výroba oceli rostla méně výrazně. Důvodem může být, že v roce 2015 vznikly sankce Evropské unie proti Rusku, což mohlo ovlivnit poptávku po výrobě surové oceli českých strojírenských firem.

3.2.3 Konkurenční prostředí

Konkurenční prostředí v odvětví těžkého strojírenství na tuzemském trhu není příliš rozvinuté. Na českém trhu existuje jen pár společností, které se zabývají podobnou výrobou jako Vítkovice. Největšími a nejvýznamnějšími společnostmi v odvětví těžkého strojírenství je ArcelorMittal Ostrava a.s., Třinecké železářny a.s. a Vítkovice a.s.

V následujícím grafu 3.4 jsou srovnány tržby těchto tří nej přednějších společností s dalšími společnostmi, které jsou také důležitými tuzemskými konkurenty v odvětví těžkého strojírenství jako je ŽĎAS a.s., Slováké strojířny a.s., Královopolská a.s., OSTROJ a.s., OTIS a.s., UNEX a.s., Ammann Czech republic a.s. Srovnání konkurenčního prostředí dle tržeb je zachyceno v grafu 3.4, kde jsou srovnány jednotlivé tržby vybraných konkurenčních společnostech. Použita data jsou v milionech Kč za rok 2015 dle údajů jednotlivých společnostech.

Graf 3.4: Srovnání konkurenčního prostředí



Zdroj: Vlastní zpracování

Z grafu 3.4 je zřejmá hlavní konkurence Vítkovice jsou Třinecké železárny a.s. a ArcelorMittal Ostrava a.s., které mají o více než polovinu vyšší tržby než Vítkovice a.s. V roce 2015 měly Třinecké železárny a.s. tržby 36,921 mld. Kč a ArcelorMittal Ostrava a.s. 35,650 mld. Kč, zatímco Vítkovice a.s. mělo 11,232 mld. Kč. Další výraznou tuzemskou konkurencí na trhu těžkého strojírenství pro Vítkovice a.s. neexistuje, ostatní společnosti zaostávají v tržbách o více než 10 mld.

Aktuálním problémem pro společnosti, které se zabývají hlavně výrobou oceli, je čínská masová výroba oceli, která tvoří přes polovinu světové produkce oceli. V budoucnosti by tedy hlavní potenciální konkurencí mohla být výroba v Číně, ale tato situace ještě není aktuální, protože na její vývoz je dosud možné uvalovat antidumpingové překážky, protože není Evropskou unií uznána za tržní ekonomiku.

3.2.4 Bariéry vstupu do odvětví

Při vstupu do odvětví strojírenství se musí překonat několik bariér, které jsou při vzniku každé nové společnosti. Hlavní bariérou je náročnost na kapitál, protože strojírenské firmy potřebují velké budovy a velké, nákladné stroje pro výrobu, jejichž hodnota se může pohybovat v milionech. Pro nové společnosti také může být obtížný přístup k peněžním prostředkům, protože banky nechtějí půjčovat velké obnosy neznámým firmám, kde není jistota schopnosti splácení včas. V dnešní době je obtížné vstoupit do odvětví strojírenství jako nově vznikající společnosti bez podpory zahraničních investorů, a to z důvodu kapitálové náročnosti. Další možnost vstupu do odvětví je formou diverzifikace z jiných trhů, kde už mohou být předem zajištěny potřebné prostory i potřebné stroje pro výrobu.

Bariérou vstupu do odvětví na tuzemském trhu může být také množství zavedených strojírenských firem, které mají své jméno a tradici u odběratelů. Pro nově vzniklé společnosti by mohlo být velmi těžké najít nebo převzít odběratele už zavedeným společenstvem na českém trhu. Další bariérou vstupu do odvětví strojírenství může být know-how společností. Pro strojírenský průmysl je také potřeba velké množství kvalifikovaných pracovníků, kterých je v dnešní době nedostatek. Většina těchto pracovníků je zaměstnáno raději u společnosti s jistým zázemím než u nově vznikajících firem s nejistou budoucností, proto i nedostatek pracovních sil se dá považovat za určitou bariéru vstupu do odvětví.

Bariérou vstupu do odvětví zahraničním společenstvem, které vyrábí ocel o mnoho levněji, jako je například zmíněna Čína v kapitole 3.2.3., jsou ochranná cla tzv. antidumpingové, které jsou uvaleny na importéry, kteří dováží za cenu, která je nižší než výrobní náklady, cílová země uvalí na zboží takové clo, aby se cena zvýšila přinejmenším alespoň na tolik, aby domácí společnosti byly schopny konkurovat.

Z uvedených bariér vstupů do odvětví, lze říci, že vstup do odvětví strojírenství není snadný.

3.2.5 Tržní struktura odvětví

Tržní strukturu odvětví lze identifikovat podle počtu firem v odvětví, charakteristikou produktů, podle vlivu firem na cenu a podle bariér vstupu do odvětví. Podle těchto specifik lze určit, v jaké tržní struktuře je dané odvětví, jestli se jedná o dokonalou konkurenci, kde je na trhu velmi mnoho subjektů vyrábějící homogenní výrobky, nebo o monopolistickou konkurenci, kde je mnoho subjektů na trhu a vyrábí se heterogenní výrobky, nebo o oligopol, kde je málo subjektů na trhu s heterogenními výrobky anebo o monopol, kde je jeden subjekt na trhu s heterogenními výrobky. Podle specifik pro určité tržní struktury lze strojírenství zařadit mezi nedokonalou konkurenci typu oligopolní tržní struktury.

Odvětví strojírenství, zejména těžkého strojírenství, má malý počet subjektů na trhu a subjekty také mají výraznější tržní podíl na českém trhu. Charakteristika produktu je spíše heterogenní a bariéry vstupu do odvětví strojírenství nejsou zcela jednoduché viz kapitola 3.2.4.

Společnost Vítkovice má více produktů, prostřednictvím nichž se odlišuje od konkurence, a díky nim je na trhu silnější, proto je důležité pro společnost Vítkovice se na tyto produkty zaměřit a stále je inovovat a zlepšit postupy při jejich výrobě v rámci výzkumu a vývoje. Diferencovaným produktem je například výroba ocelových lahví se supermoderní výrobní linkou, ve které je společnost evropským lídrem. Dalším diferencovaným

produktem společnosti Vítkovice, na jejichž výrobě tvoří pětinový podíl na světovém trhu, je výroba speciálních zalomených hřídelí pro velké námořní lodě.

Pro společnost je také důležité vlastnit certifikáty, které umožňují výrobu produktu, ke kterému je potřeba vlastnit tento certifikát. Společnost Vítkovice vlastní certifikát na výrobu stlačeným zemním plynem (CNG), který je alternativním pohonem pro automobily na rozdíl od klasických paliv. Tento certifikát vlastní od významných renomovaných inspekčních společností.

Pro oligopolní strukturu je důležité držet bariéry vstupu do odvětví, protože vstupem další společnosti velmi ovlivní tržní podíl stávajících společností na trhu. Aktuálním rizikem pro společnost je čínská výroba oceli, která by velmi ovlivnila fungování společností v odvětví těžkého strojírenství.

4 Firemní analýza a stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Vítkovice, a.s.

V této kapitole bude rozebrána společnost Vítkovice, a.s. - její charakteristika, vlastnická struktura, organizační struktura, dividendová a investiční politika. V další podkapitole budou vypočítány ukazatele pro určení finančního zdraví podniku. Následně budou analyzovány faktory působící na vnitřní hodnotu akcie pomocí SWOT analýzy. Hlavní částí této kapitoly bude stanovení vnitřní hodnoty akcie Vítkovice za pomoci příslušných modelů, jako jsou dividendové diskontní modely, ziskové modely, bilanční modely, cash flow modely a historické modely. V závěru kapitoly bude provedeno zhodnocení fundamentální analýzy a určení investičního doporučení ohledně investic do akcie Vítkovice.

4.1 Charakteristika společnosti VÍTKOVICE, a.s.

Společnost Vítkovice, a.s. (dále jen Vítkovice) byla založena jednorázově podle zakladatelské listiny Fondem národního majetku České republiky ze dne 28. ledna 1992 a vznikla zápisem do obchodního rejstříku 31. ledna 1992 pod názvem VÍTKOVICE, a.s. jako strojírenský podnik se sídlem v Ostravě v areálu Vítkovických železáren. Její akcie je obchodována od roku 2010 v RM-SYSTÉMU. Společnost Vítkovice zastřešuje energetické, právní, logistické a další služby pro strojírenskou skupinu VÍTKOVICE MACHINERY GROUP. Skupina VÍTKOVICE MACHINERY GROUP je jednou z největších evropských strojírenských skupin, která má skoro dvě století zkušeností a působení v oboru strojírenství. Skupina vlastní moderní, rozsáhlou a unikátní výrobní základnu a know-how založené na výzkumu a vývoji, zabývá se nejen tradiční výrobou sériových produktů a engineeringové oborů jako CNG a bioplyn a informačními technologiemi, ale také úzce spolupracuje s ČEZ v Tušimicích, kde se podílí na inovaci a realizaci velkých investičních cílů a v programu pro výrobu komponentů pro jadernou energetiku. Významnými zakázkami skupiny byly střešní konstrukce pražské O2 arény, stavba hangáru u Mošnova nebo rekonstrukce historické ocelové konstrukce železničního nádraží ve Frankfurtu nad Mohanem v Německu. V poslední době je dodavatelem ke komplexním dodávkám sofistikovaných strojírenských výrobků a celků, které jsou založeny na informačních a komunikačních technologiích.

Skupina zastupuje spektrum oborů, které jsou rozlišené do tří pilířů. První pilíř obsahuje uzavřený výrobní cyklus speciální metalurgie, která zahrnuje veškeré dostupné technologie a zároveň umožňuje pochopení výrobní základny klientům. Ve druhém pilíři jsou výrobky s know-how, které jsou řešeny jako celé dodávky na klíč. Třetí pilíř je strategie služeb, což zahrnuje montáže a údržbu, ale zároveň ukazuje technicky nové zpracování slitin

titanu, niklu a řadu dalších technologií třetího tisíciletí. Jednotlivé pilíře jsou zahrnuty v jednotlivých dceřiných společnostech, kterých je aktuálně dvacet osm.

Skupina také věnuje velkou část své snahy inovacím a buduje své vlastní vědecké a výzkumné kapacity pro hlavní obory svého podnikání. Snaží se propojovat výzkum a vědu s vysokými školami, aby se i studenti mohli podílet na vývoji a inovacích. V úzké spolupráci je hlavně s těmito vysokými školami: Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Vysoké učení technické v Brně, Západočeská univerzita v Plzni, Vysoká škola chemicko-technologická Praha, Technická univerzita v Liberci. Cílem je podpořit spolupráci škol a soukromého sektoru, zvýšit atraktivitu technických oborů na univerzitách a zapojení studentů do výzkumu, vývoje a inovace. Hlavní tržbou skupiny je 60 % export do více než sto zemí světa.

4.1.1 Základní charakteristické údaje společnosti

Společnost byla zapsána do obchodního rejstříku 31. ledna 1992 pod spisovou značkou B 302 u Krajského soudu v Ostravě. Následující informace byly zveřejněny v obchodním rejstříku.

Tabulka 4.1: Základní údaje o společnosti Vítkovice a.s.

Obchodní firma	VÍTKOVICE, a.s.
Právní forma	akciová společnost
Sídlo	Ruská 2887/101, Vítkovice, 703 00 Ostrava
Identifikační číslo	45193070
Základní kapitál	3 983 760 900,- Kč
Předmět činnosti	podnikání v elektronických komunikacích
Odvětví	Strojírenství

Zdroj: Vlastní zpracování

Předmět činnosti: strojírenská výroba, výroba ocelových konstrukcí, podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady; rozvod tepelné energie; distribuce elektřiny; distribuce plynu; činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence; obchod s plynem; obchod s elektřinou; provádění staveb, jejich změn a odstraňování; psychologické poradenství a diagnostika; výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3

4.1.2 Vlastnická struktura

Hlavní vlastníci společnosti jsou právnické a fyzické osoby, které se podílejí více než 20 % na základním kapitálu mateřské společnosti. Na základním kapitálu Vítkovice se

podílejí VTK SECURITIES s.r.o. s výší podílu 50,97 % a VÍTKOVICE HOLDING, a.s. s výší podílu 28,85 %. Tyto podíly jsou převzaté z výroční zprávy Vítkovice, a.s. za rok 2015. Od roku 2010 obchoduje s veřejně upsanými akciemi prostřednictvím RM-SYSTÉMU, jejich podíl na základním kapitálu je 20,18 %, který je k dispozici investorům.

Konsolidační celek, kde mateřskou společností jsou Vítkovice, uplatňuje přímo či nepřímo rozhodující vliv ve společnostech, ve kterých má určitý procentní podíl. V tabulce 4.2 jsou zobrazeny jednotlivé majetkové účasti, které jsou převzaty z výroční zprávy Vítkovice za rok 2015.

Tabulka 4.2: Majetkové účasti společnosti Vítkovice ke dni 31.12 2015

Název společnosti	Sídlo	Základní kapitál (tis. Kč)	Majetková účast (%)
VÍTKOVICE HEAVY MACHINERY a.s.	Ostrava	2 100 000	100
Hutní montáže, a.s.	Ostrava	139 809	68,76
VÍTKOVICE MECHANIKA, a.s.	Ostrava	155 000	100
VÍTKOVICE GEARWORKS, a.s.	Ostrava	100 000	100
VÍTKOVICE Doprava, a.s.	Ostrava	232 690	100
VÍTKOVICE POWER ENGINEERING, a.s.	Ostrava	1 000 000	100
VÍTKOVICE REALITY DEVELOPMENTS s.r.o.	Ostrava	20 000	100
VÍTKOVICE TESTING CENTER s.r.o.	Ostrava	71 800	100
VÍTKOVICE-IOS s.r.o.	Kadaň	10 200	66,67
Spojené slévárny, spol. s.r.o.	Ostrava	220 000	63,64
VÍTKOVICE RECYCLING, a.s.	Ostrava	50 000	90
VÍTKOVICE SLOVAKIA, a.s.	Bratislava (SK)	963 tis. EUR	100
VÍTKOVICE ÚAM, a.s.	Ostrava	10 000	100
VTK SPECIAL, a.s.	Praha	2 000	100
PRVNÍ VÍTKOVICKÁ PERSONÁLNÍ s.r.o.	Ostrava	1 000	100
VÍTKOVICKÁ SPORTOVNÍ, a.s.	Ostrava	2 000	100
VÍTKOVICE IT SOLUTIONS, a.s.	Ostrava	103 972	87,32
VÍTKOVICE HTB, a.s.	Ostrava	5 452	100
VÍTKOVICE HAMMERING, a.s.	Ostrava	582 000	100
LINDE VÍTKOVICE, a.s.	Ostrava	226 000	50

Zdroj: vlastní zpracování, výroční zpráva 2015

Prostřednictvím dceřiných společností VÍTKOVICE HEAVY MACHINERY, a.s. a VÍTKOVICE POWER ENGINEERING, a.s. mají majetkový podíl v VITKOVICE ENVI, a.s., BAT Engineering, a.s.

4.1.3 Organizační struktura

Organizační struktura společnosti Vítkovice se skládá z dozorčí rady, představenstva a vedení společnosti.

Dozorčí rada Vítkovice je nejvyšším orgánem společnosti, rozhoduje o složení představenstva a společnost celkově ovládá. V dozorčí radě je pět členů: bývalý generální ředitel Jan Světlík, který je většinovým vlastníkem, a akcionáři Milan Juřík, Jaromír Šiler, Halina Ryšková a Josef Babka.

Dalším orgánem společnosti je představenstvo, kde v čele působí předseda představenstva společnosti Vítkovice Libor Witassek a dalších pět členů představenstva - ředitel pro strategii Vítkovic Rodan Broskevič, nový finanční ředitel Vítkovic Igor Vlček a ředitel společnosti Vítkovice Doprava Martin Žák, generální ředitel společnosti Vítkovice Cylinders Jerzy Koscielniak.

Vedení Vítkovic obstarává generální ředitel a zároveň předseda Libor Witassek, pod generálním ředitelem existují ještě ředitelé rozdělení podle oblastí: vedení pro strategii, finanční ředitel, obchodní ředitel, personální ředitel a ředitel rozvoje systému řízení a strategie ICT.

Tyto změny v organizační struktuře proběhly v roce 2016 v rámci reorganizace, a to hlavně z důvodu oddělení vlastnické funkce od výkonné. Tento styl vlastnické struktury, kdy je většina práv uložena do rukou dozorčí rady, je podle německého modelu. Takovéto změny budou pokračovat i v dceřiných společnostech tak, aby dozorčí rady byly obsazovány akcionáři a představenstva výkonnými manažery.

4.1.4 Dividendová a investiční politika společnosti

Po celou dobu svého působení nemají Vítkovice žádnou oficiální dividendovou politiku, podle které by se řídila výplata dividend.

Podle údajů zjištěných z výročních zpráv oficiálních stránek společnosti, je zřejmé, že od roku 2010, kdy jsou Vítkovice zaregistrované v RM-SYSTÉMU pod ISIN číslem 45193070, nebyly vypláceny žádné dividendy. Dividendy jediné vyplácely dceřiné společnosti, kde Vítkovice byly jediným akcionářem. V roce 2015 byla částka vyplacených dividend ve výši 37 500 tis. Kč, v roce 2014 94 300 tis. Kč a v roce 2013 140 637 tis. Kč.

V rámci investiční politiky Vítkovice investují finanční prostředky jak do ekologizace výrobních procesů, tak do zlepšování životního prostředí uvnitř firmy. Za poslední roky bylo do zlepšení kvality životního prostředí investováno stovky miliónů Kč. Většina dceřiných společností se řídí podle environmentálního managementu dle ČSN EN ISO 14001. Do výsadby a údržby zeleně investovaly Vítkovice cca 3 mil. Kč. Dalším projektem byla realizace projektu, kdy došlo ke zlepšení poškozené komunikace v městské

části Vítkovice a taky k celkovému snížení imisní zátěže obyvatel Ostravy. Náklady na projekt činily cca 11,5 mil. Kč. Vítkovice každý rok investují do vzdělání, školení zaměstnanců a odborných kurzů.

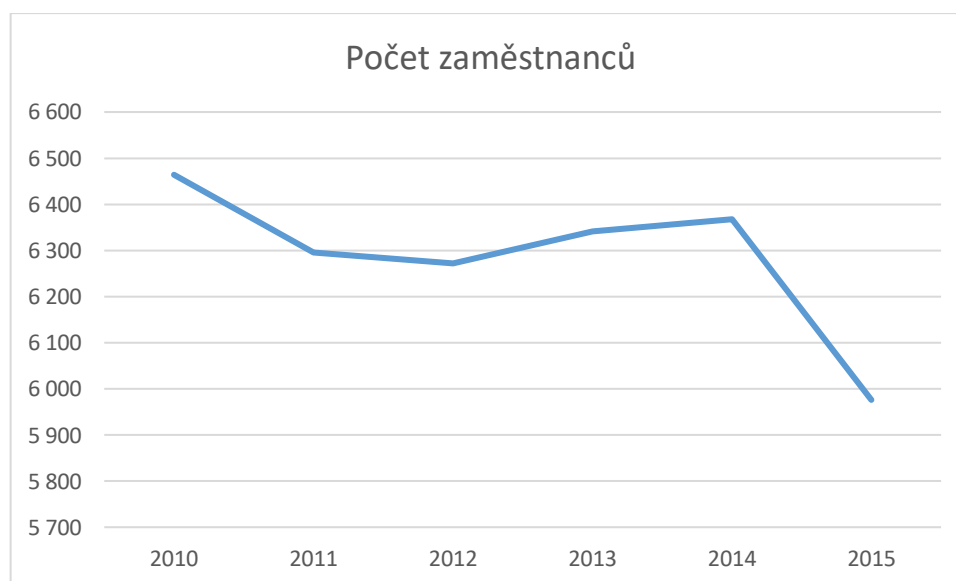
Jednotlivé dceřiné společnosti investují do svých společností na obnovu a inovaci výrobního zázemí, například Vítkovice Steel v roce 2015 investovala do Narážecí pece číslo 2 na válcovně Kvarto 3,5, firma do ní investovala 196 miliónů korun a 125 miliónů uhradila z evropských dotací. Obvykle jsou investice Vítkovic zčásti placeny z dotací z Evropského sociálního fondu a státního rozpočtu ČR.

4.1.5 Zaměstnanci

Pro společnost Vítkovice jsou velmi důležití zaměstnanci, protože potřebují vysoký počet kvalifikovaných zaměstnanců, a proto je také největším zaměstnavatelem v Moravskoslezském kraji. Těchto zaměstnanců je v dnešní době nedostatek, proto si svých zaměstnanců společnost Vítkovice váží a nabízí jim vzdělávací centra a odborné kurzy, které přispívají k profesnímu rozvoji a kariérnímu růstu. Vítkovice se také zajímají o osobní život zaměstnanců, proto jim poskytují nadstandardní benefity, jako je například týden dovolené navíc, rekondiční lázeňské péče, příspěvky na životní pojištění a penzijní připojištění a také mohou využít služeb právního a psychologického poradenství. Hlavní cíle pro zaměstnance jsou tedy rozvoj inovačního potenciálu skupiny, zabezpečení stávajících i budoucích procesů, stabilizaci a spokojenost pracovníků a zachování sociálního konsensu.

V grafu 4.1 je zobrazen vývoj počtu zaměstnanců za sledované období 2010 až 2015. Data jsou převzata z výročních zpráv společnosti Vítkovice za roky 2010 až 2015.

Graf 4.1: Vývoj zaměstnanců ve sledovaném období 2010 až 2015



Zdroj: Vlastní zpracování

Z grafu 4.1 je zřejmý prudký pokles zaměstnanců. Tuzemských zaměstnanců bylo v roce 2015 pod 6 000, to je tedy méně o necelých 500 zaměstnanců oproti roku 2010, kdy byl nejvyšší počet zaměstnanců. V následujících letech se plánuje další pokles zaměstnanců Vítkovice. Je to zejména kvůli reorganizaci dceřiných společností, úpadku tří společností a prodeji některých společností, ale jsou to také přirozené důvody jako odchod do důchodu zaměstnanců nebo vypršení smluv na dobu určitou. Mírný pokles zaměstnanců byl i v roce 2011 a 2012.

4.1.6 Strategický výhled do budoucna

Strategii do budoucna, co se týče výroby, je inovace, vývoj procesů a výzkumu, kdy se nadále plánuje spolupráce s vysokými školami a rozšíření této spolupráce o více oborů. Příkladem aplikace vědy a výzkumu je obor Green Technology, který je považován za obor budoucnosti. Tento nový podnikatelský obor zahrnuje oblasti zpracování biomasy v bioplynových stanicích, její transformaci na tepelnou či elektrickou energii až po čištění bioplynu a jeho využití pro alternativní pohony automobilů. Při této příležitosti byla zaregistrována ochranná známka CNG Vitall.

Co se týče samotné budoucnosti Vítkovice není úplně optimistická, několik společností je v insolvenční, nedaří se zajistit hlavní kontrakty, proto má vedení společnosti transformační a záchranný plán, který bude zahrnovat prodej vedlejších společností, které zpracovávají druhotné suroviny nesouvisející s hlavním předmětem podnikání.

Cílem budoucí strategie a zároveň i transformačním plánem je posílení obchodní činnosti, zvýšení produktivity a vysoká disciplína, co se týká kvality. Hlavní roli do budoucna hraje vývoj na trhu, kdy u některých výrobků klesly ceny až o 40 % a z toho důvodu bude potřeba nastavit novou cenovou hladinu a snížit fixní náklady.

4.1.7 Základní údaje o akciích společnosti Vítkovice, a.s.

Akcie společnosti Vítkovice jsou registrovány od 2.července 2010 v RM-SYSTÉMU, české burzy cenných papírů a. s. (dále jen RM-S) v rámci volného trhu. Následující informace o akciích jsou získané z obchodního rejstříku a z výroční zprávy Vítkovice rok 2015.

Tabulka 4.3: Základní údaje o akciích Vítkovice a.s.

Forma akcie	Na majitele
Druh akcie	Kmenová
Podoba akcie	Zaknihovaná
Úplný název	VÍTKOVICE a.s.
ISIN	CZ0005098558
BIC	BAAVITKO
Měna nominálu	CZK
Nominální hodnota	300 Kč
Emitované množství	13 279 203 ks
Objem emise	3 983 760 900
Datum registrace	2.7. 2010

Zdroj: Vlastní zpracování

Předchozí akcie Vítkovic byla pojmenovaná jako VÍTKOVICE OSTRAVA, byla zaregistrována v roce 9.5 1994 a zrušena byla o čtyři roky později 22.6 1998, bylo s ní obchodováno prostřednictvím RM-S. Akcie Vítkovice také byly obchodovány na burze cenných papírů v Praze od roku 1995 až do roku 2000. Její nominální hodnota byla ve výši 10Kč/ks, ale v roce 2015 proběhlo zvýšení základního kapitálu prostřednictvím zvýšení nominální hodnoty akcie o 290 Kč na hodnotu 300 Kč.

Akcie není zahrnuta v koši burzovního indexu RM, který je ukazatelem vývoje burzovního trhu. S akcií lze obchodovat pomocí jednoduchého pokynu EasyClick, který je určený pro nejlikvidnější akcie a certifikáty obchodované v RM-S. Nákupy a prodeje akcií jsou zadávány ve standardizovaných násobcích počtu akcií tzv. EasyClick lotů. Pro akciový titul Vítkovice je určeno 100 EasyClick lotů.

Vývoj akciového titulu společnosti Vítkovice je zobrazena v grafu 4.2 od sledovaného období 2.7 2010 do 13.2. 2017 v RM-S. V horní části je graf s vývojem ceny kurzu, ve střední části je vývoj objemu obchodování s akcií a ve spodní části je vývoj kurzu za celou časovou řadu.

Graf 4.2: Vývoj akciového kurzu Vítkovice 2.7 2010 až do 13.2 2017



Zdroj: RM-S

Pro přesnější informace o vývoji akciového kurzu byla sestavena tabulka 4.4, kde jsou uvedeny přesné hodnoty kurzu a vývoje za sledované období od roku 2010 až do roku 2016, data jsou převzata z internetových stránek akcie-cz.kurzy.cz, nebo vypočítány.

Tabulka 4.4: Přesný vývoj akciového kurzu

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Počet kusů akcie (mil. ks)	13,28	13,28	13,28	13,28	13,28	13,28	13,28
Jmenovitá hodnota (Kč)	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	300,00	300,00
Minimální hodnota (Kč)	378	420	368,00	300,00	270,00	284,30	100,00
Maximální hodnota (Kč)	722	678	453,00	408,00	367,90	456,70	318,60
Kurz akcie na konci období (Kč)	658	444,8	401,90	361,00	299,00	308,40	150,00
Tržní kapitalizace (Kč)	8738,24	5906,94	5337,23	4794,08	3970,72	4095,55	1992,00

Zdroj: Vlastní zpracování

Z grafu 4.2 a z tabulky 4.4 je zřejmé, že akciový titul Vítkovice není příliš stabilní. To lze usoudit i podle celkového ročního objemu obchodu, jehož výše v jednotlivých letech

kolísala. Nejvyšší výše kurzu akcie byla roce 2015, ale už od druhé poloviny roku 2015 začal kurz prudce klesat a v roce 2016 dosáhl svého minima za sledované období. Tato situace byla zapříčiněna velkým zadlužením a úpadkem dceřiné společnosti Vítkovice Power Engineering a dalších dceřiných společností, které se dostaly do insolvence. Nejvyšší objem obchodu akcie Vítkovice byl v listopadu 2010. Akcie v letošním roce zatím mírně rostou a pokud se vyřeší problém úpadku pomocí reorganizace společností a vyřeší se problémy organizace uvnitř společnosti a dluhy společnosti, mohla by akcie nadále pokračovat v růstu.

4.2 Finanční analýza

Finanční analýza je systematicky rozbor získaných dat z konsolidované rozvahy v příloze č. 1, výkaz zisku a ztrát v příloze č. 2 a výkaz cash flow v příloze č.3. Pomoci těchto dat budou vypočítány poměrové ukazatele, ze kterých lze určit finanční zdraví společnosti Vítkovice. Potřebná data jsou získána z výročních zpráv za rok 2010 až 2015.

4.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability poskytují důležité informace pro akcionáře a budoucí investory, kdy hodnotí celkovou efektivnost společnosti. Hlavními ukazateli pro zjištění rentability společnosti Vítkovice je rentabilita aktiv ROA, ukazatele dlouhodobých zdrojů ROCE, ukazatele rentability vlastního kapitálu ROE, ukazatele rentability tržeb ROS. V následující tabulce 4.5 jsou vypočteny matematické vztahy 2.1 až 2.4 hodnoty jsou uvedeny v procentech.

Tabulka 4.5: Ukazatele rentability za sledované období 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	6,45	2,21	2,78	1,57	2,56	-0,42
ROCE	11,35	4,07	5,47	3,23	5,28	-0,82
ROE	11,01	2,37	4,35	2,41	3,41	-0,84
ROS	8,54	1,90	3,10	1,22	2,47	-0,73

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak lze vypožorovat z tabulky 4.5, vývoj ukazatele rentability během sledovaného období velice kolísá, a dokonce v roce 2015 dosahuje záporných hodnot. Pro ukazatele rentability je žádoucí, aby měly rostoucí tendenci.

Ukazatel ROA má spíše klesající trend, což z hlediska rentability vypovídá o snížené rentabilitě, a to z důvodu klesajícímu konsolidovanému výsledku hospodaření, dokonce v roce 2015 dosahuje záporných hodnot, což bylo způsobeno záporným konsolidovaným výsledkem hospodaření.

Ukazatel ROCE vyjadřuje efekt dlouhodobých investic ve sledovaném období kolísá, v roce 2010, 2012 a 2014 má celkově vysokou hodnotu, což je způsobeno poklesem dlouhodobých závazků v těchto letech oproti předchozímu roku. V roce 2015 i tento ukazatel dosahuje záporných hodnot, kvůli zápornému konsolidovanému výsledku hospodaření.

Celkovou výnosnost vlastních zdrojů vyjadřuje ukazatel ROE ve společnosti Vítkovice má tento ukazatel taky klesající trend, kromě let 2010, 2012 a 2014, kvůli vyššímu konsolidovanému výsledku hospodaření oproti předchozímu roku.

Ukazatel rentability tržeb ROS dosahuje celkově nízkých hodnot kromě let 2010, 2012 a 2014, to tedy znamená, že v těchto letech společnost Vítkovice dosahovala největší rentability tržeb za celé sledované období.

Nejvíce optimisticky vývoj ukazatelů rentability byl v roce 2010, kdy hodnoty ukazatelé dosahovaly velmi dobrých hodnot, ale v následujících letech nastal velký pokles. V roce 2011 byly hodnoty nižší než hodnoty 2012. V roce 2013 byl mírný pokles, ale tento pokles byl jen chvilkový, protože v roce 2014 hodnoty znova mírně vzrostly. Oproti tomu rok 2015 byl pro společnost Vítkovice velmi ztrátový, kdy výsledek hospodaření byl ztrátový a u všech ukazatelů poprvé za celé sledované období byly hodnoty mínusové, což bylo způsobeno dluhy společnosti.

4.2.2 Ukazatele likvidity

Pomocí ukazatelů likvidity lze zjistit schopnost společnosti Vítkovice hradit své závazky a schopnost získat dostatek finančních prostředků na úhradu potřebných plateb. Pro zjištění likvidity budou použity matematické vztahy 2.5 až 2.7, kterými jsou ukazatele celkové likvidity, pohotové likvidity a okamžité likvidity. Následující tabulka 4.6 zobrazuje vybrané ukazatele.

Tabulka 4.6: Ukazatele likvidity v období 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ukazatel celkové likvidity	2,76	2,59	1,94	1,93	1,93	2,26
Pohotová likvidita	1,99	1,71	1,04	1,35	1,22	1,41
Okamžitá likvidita	0,63	0,43	0,14	0,21	0,13	0,16

Zdroj: Vlastní zpracování

Optimální velikost ukazatele celkové likvidity je dle (Dluhošová, 2008) v rozmezí 1,5 až 2,5 účelem je, aby krátkodobé závazky byly kryty oběžnými aktivy. Toto rozmezí je splněno za celé sledované období jen kromě roku 2010, kdy hodnota přesáhla optimální

velikost, a to z důvodu většího množství hotovosti. To tedy znamená, že společnost Vítkovice má ve sledovaném období zachovanou platební schopnost.

Optimální velikost ukazatele pohotové likvidity je v rozmezí od 1,0 do 1,5, rozdílem od ukazatele celkové likvidity je, že pro hodnocení platební schopnosti bere v úvahu jen pohotové prostředky. Optimální rozmezí společnost Vítkovice splňuje za celé sledované období kromě roku 2010 a 2011, kdy toto rozmezí převyšuje, a to z důvodu nižších zásob. Znamená to tedy, že společnost i podle tohoto ukazatele potvrzuje platební schopnost společnosti Vítkovice.

Za optimální rozmezí hodnot okamžité likvidity je 0,6 do 1,1, tento ukazatel už zahrnuje jen nejlikvidnější prostředky jako peníze na bankovních účtech, hotovost a šeky. Toto optimální rozmezí společnost Vítkovice ve sledovaném období nesplňuje kromě roku 2010, lze tedy říci, že podle tohoto ukazatele se nepotvrzuje platební schopnost společnosti Vítkovice, ale tento ukazatel je spíše doplňkovým, protože je považován za celkově nestabilní.

4.2.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti hodnotí finanční strukturu společnosti a podstatou analýzy ukazatelů zadluženosti je najít vhodný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Pro posouzení finanční struktury společnosti Vítkovice jsou využívány vztahy 2.8 až 2.13. Tedy ukazatel podílu vlastního kapitálu, ukazatel stupně krytí stálých aktiv, majetkový koeficient, ukazatel celkové zadluženosti, ukazatel úrokového krytí, ukazatel úrokového zatížení, které jsou vypočítány v následující tabulce 4.7 a následující hodnoty jsou uvedeny v procentech.

Tabulka 4.7: Ukazatel zadluženosti v období 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ukazatel podílu vlastního kapitálu	47,88	45,41	45,93	45,17	47,86	50,42
Ukazatel stupeň krytí stálých aktiv	261,39	133,61	130,39	221,38	117,08	113,61
Majetkový koeficient	208,85	220,22	217,71	221,37	208,94	198,35
Ukazatel celkové zadluženosti	51,51	51,64	52,35	53,33	51,46	48,33
Ukazatel úrokového krytí	1141,98	425,43	773,71	539,03	730,28	-99,41
Ukazatel úrokového zatížení	8,76	23,51	12,92	18,55	13,69	-100,6

Zdroj: Vlastní zpracování

Podle ukazatelů zadluženosti z tabulky 4.7 lze soudit, že společnost využívá k financování spíše cizí zdroje.

Ukazatel podílu vlastního kapitálu vyjadřuje dlouhodobou finanční stabilitu, kdy zvýšení tohoto ukazatele upevňuje tuto stabilitu společnosti. Jak lze vypočítat z tabulky 4.6, hodnoty podílu vlastního kapitálu jsou za sledované období stabilní, což se může zdát jako pozitivní vývoj, a za celé sledované období jsou celkově vysoké.

Podle ukazatele stupně krytí stálých aktiv je možné soudit, že společnost dlouhodobými zdroji kryje nejen stála aktiva, ale protože hodnoty přesahují 100 % lze říci, že kryje část i oběžných aktiv. Tento typ financování není příliš efektivní a v některých letech jako 2010 a 2013 dochází k vysokým hodnotám překapitalizování.

Pro určení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování slouží majtkový koeficient. Za sledované období je vývoj tohoto ukazatele celkem stabilní, kromě roku 2013, kdy se snížil vlastní kapitál a kromě roku 2015, kdy se snížila celková aktiva kvůli problémům uvnitř společnosti.

Celková zadluženost podniku za celé sledované období nedosahuje příliš vysokých hodnot, což vyjadřuje pro investory nižší riziko při investování do společnosti Vítkovice. Nejnižší hodnoty celkové zadluženosti dosahovala společnost Vítkovice v roce 2015, a to kvůli snížení cizího kapitálu oproti minulým letům. Naopak nejvyšší hodnoty dosahovala v roce 2013, kdy se zvýšila hodnota cizího kapitálu.

Pro zjištění úpadku společnosti se využívá ukazatel úrokového krytí. V roce 2010 až 2014 měl ukazatel vysoké hodnoty, které vypovídaly o tom, že úroky jsou nižší než zisk. V roce 2015 je hodnota tohoto ukazatele záporná, tedy úroky jsou vyšší než zisk, což potvrzuje problémy ve společnosti, které vznikly zadlužením dceřiných společností, s touto situací souvisí i ukazatel úrokového zatížení.

4.2.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují, jak společnost Vítkovice efektivně hospodaří s jednotlivými aktivy a jaký to má význam pro výnosnost a likviditu podniku. Při výpočtu hodnot tabulky 4.7 se vycházelo z matematických vztahů 2.14 až 2.18. Těmito ukazateli jsou rychlost obrátu celkových aktiv, doba obrátu aktiv, zásob, pohledávek a závazků, které budou sledovány za období 2010 až 2015. Následující tabulka 4.8 zobrazuje vypočtené hodnoty těchto ukazatelů.

Tabulka 4.8: Ukazatele aktivity v období 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv	0,62	0,57	0,65	0,89	0,66	0,58
Ukazatel doby obratu aktiv(dny)	582,89	634,77	557,95	405,33	544,58	619,21
Ukazatel doby obratu zásob (dny)	88,57	119,70	148,99	67,82	109,43	120,15
Ukazatel obratu pohledávek (dny)	130,10	144,38	145,90	128,69	163,88	176,21
Ukazatel obratu závazků (dny)	172,06	192,42	193,35	129,48	156,24	144,14

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv společnosti Vítkovice je nízký, za celé sledované období nepřesáhne hodnotu jedna, což znamená, že aktiva se neobrátila na tržbách ani jednou za rok. Nejblíže hodnotě jedna byl rok 2013 a nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2011. To tedy znamená, že společnost Vítkovice příliš efektivně svůj majetek nevyužívá.

Doba obratu aktiv má velmi vysoké hodnoty až do roku 2012. Od roku 2014 má opětovně rostoucí tendenci, což je negativní faktor. Nejlepších hodnot tedy dosahovala v roce 2013 a naopak nejhorších hodnot v roce 2011, kdy doba obratu aktiv dosahovala doby 635 dnů.

Doba obratu zásob by měla mít hodnoty celkově stabilní, aby nedocházelo k výkyvům ve výrobě. Podle hodnot doby obratu zásob lze vypožorovat z tabulky 4.7, že hodnoty celkově kolísají, nejnižší a nejvíce rozdílné hodnoty dosahují v roce 2013.

Doba obratu pohledávek by měla být nižší než doba obratu závazků, aby byla dodržena solventnost společnosti, to tedy znamená, že společnost je schopna včas splácet své závazky. Toto pravidlo bylo splněno do roku 2013. Od roku 2014 byla doba obratu pohledávek vyšší než doba obratu závazku, což znamená, že společnost nebyla schopná své závazky splácet včas. Tímto je tedy potvrzena skutečnost už dříve zmíněná, že společnost Vítkovice měla problémy se zadlužením.

4.2.5 Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu se liší od předchozích ukazatelů tím, že pracují s tržními hodnotami podniku a jsou nejvíce významné pro investory. Hodnocení společnosti Vítkovice je pomocí těchto ukazatelů, prostřednictvím burzovních ukazatelů. Pro výpočet následující tabulky 4.9 budou použity vztahy 2.19, 2.20, 2.23, 2.24, kterými jsou ukazatele

čistého zisku na akcii EPS, ukazatel earnings ratio P/E, ukazatel market-to-book ratio a ukazatel účetní hodnoty akcie. Vztahy 2.21, 2.22 a 2.25, který mi jsou ukazatel dividendového výnosu, ukazatel výplatního poměru a ukazatel dividendového krytí, budou vynechány, protože společnost Vítkovice nevyplácela dividendy, proto nelze tyto ukazatele vypočítat.

Tabulka 4.9: Ukazatele kapitálového trhu v období 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EPS	0,07	0,02	0,03	0,02	0,03	-0,01
P/E	5111,43	25296,36	11436,68	17857,75	10712,65	-45899,5
Market-to-book ratio	0,022	0,010	0,004	0,005	0,003	0,004
Účetní hodnoty akcie	0,67	0,70	0,74	0,70	0,74	0,73

Zdroj: Vlastní zpracování

U ukazatelů kapitálového trhu je žádoucí rostoucí trend ukazatelů. Jak lze vypožorovat z tabulky 4.9, ukazatele mají spíše klesající trend z hlediska návratnosti investovaných prostředků pro investory, což může znamenat snížení atraktivnosti pro investory nebo i potenciální investory.

Ukazatel čistého zisku na akcii EPS má za sledované období klesající tendenci, což znamená, že pro investory není situace příliš příznivá, což může mít za následek pokles hodnoty společnosti Vítkovice. V roce 2015 dokonce dosahovala záporných hodnot, což bylo způsobené záporným konsolidovaným výsledkem hospodaření.

Ukazatel P/E má ve sledovaném období také klesající tendenci, což může znamenat, že investoři si myslí že společnost Vítkovice nemá růstový potenciál, že její zisk není bezpečný a tím má i nižší hodnotu. To může znamenat i snížený zisk, který je v roce 2015, kdy společnost Vítkovice dosahuje záporné hodnoty ukazatele P/E.

Pro určení tržní hodnoty společnosti Vítkovice k účetní hodnotě společnosti se používá ukazatel Market-to-book-ratio. Tržní hodnota společnosti by měla být vyšší než účetní hodnota, aby společnost byla považována za prosperující, to tedy znamená, že by ukazatel měl být vyšší než jedna, což společnost Vítkovice za sledované období nesplňuje ani v jednom roce, proto se v rámci tohoto ukazatele společnost Vítkovice jeví jako neprosperující.

Ukazatel účetní hodnoty akcie vyjadřuje výkonnost a růst společnosti. Ve sledovaném období má ukazatel rostoucí tendenci, což vypovídá o rostoucí výkonnosti společnosti Vítkovice.

4.3 SWOT analýza

Pomocí SWOT analýzy lze komplexně posoudit vnější i vnitřní situaci podniku nebo zjistit problémy společnosti, a naopak také nalézt silné stránky, na které by se společnost měla zaměřit. Také lze pomocí nich najít oblasti příležitostí do budoucna, a tím získat nové možnosti růstu, anebo naopak hrozby, které jsou pro společnost rizikové a mohly by do budoucna způsobit problémy. V následující tabulce 4.30 jsou tyto jednotlivé části SWOT analýzy zhodnoceny.

Tabulka 4.30: SWOT analýza společnosti Vítkovice

SWOT analýza	
Silné stránky	Slabé stránky
+ Důležité postavení v strojírenském odvětví	- Závislost na hospodářském cyklu
+ Důraz na výzkum a vývoj	- V posledních letech ztráta v hospodářském výsledku a záporné FCFE
+ Diverzifikace produktů	- Nevyplácení dividend za celou dobu působení v RM-systému od roku 2010
+ Dlouholetá tradice ve strojírenském odvětví	- Problémy se zadlužeností a úpadkem dceřiných společností
+ Know-how	- Zastaralost některých výrobních vybavení
+ Rozvinutý export do zahraničí	- Nedostatečný počet vzdělaných pracovníků
+ Vysoký tržní podíl ve strojírenském odvětví na českém trhu (druhý nejvyšší po Trineckých železárnách)	- Ekologické dopady na životní prostředí
+ Neustálá inovace ve výrobě	- Nestabilní management společnosti
+ Vzdělání a péče o zaměstnance	
+ Široké spektrum dceřiných společností	
+ Silná skupina	
Příležitosti	Hrozby
+ Rozšíření exportu do dalších zemí světa	- Pokračující nestabilita uvnitř společnosti
+ Možnost vývoje ve strojírenském odvětví	- Velké zadlužení dceřiných společností
+ Zvýšení tržního podílu na českém a zahraničním trhu	- Negativní vývoj ve strojírenském odvětví
+ Vývoj v oblasti Green technology	- Růst konkurence
+ Vznik nových technologií	- Negativní vývoj národní či celosvětové ekonomiky
+ Rozšíření spektra dceřiných společností	- Pokračující nedostatek potřebně vzdělaných pracovníků
+ Rozšíření diverzifikace výroby	- Ohrožení image společnosti

Zdroj: Vlastní zpracování

4.4 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Nejdůležitější částí fundamentální analýzy je stanovení vnitřní hodnoty. Cílem této části je odhadnutí vnitřní hodnoty akcie a srovnání s aktuálním tržním kurzem akcie a následné porovnání s ostatními dílčími částmi fundamentální analýzy. Po následném srovnání bude určeno investiční doporučení pro investory, jestli akcii Vítkovice koupit, prodat nebo držet. Investičním doporučením je určení, jestli je daný akciový titul podhodnocen, to tedy znamená, kdy vnitřní hodnota akcie je vyšší než tržní kurz akcie a očekává se budoucí růst této akcie. Investičním doporučením je tedy investovat do dané akcie. Opačná situace nastává, kdy vnitřní hodnota je menší než tržní kurz akcie, a tedy očekává se do budoucna pokles dané akcie, to znamená, že akcie je na trhu nadhodnocena. Investičním doporučením je danou akcii prodat. Tyto skutečnosti musí korespondovat s ostatními částmi fundamentální analýzy.

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie budou prvně určeny vstupní parametry pro výpočet modelů. Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie budou použity jen modely bilanční, historické a cash flow, protože společnost Vítkovice nevyplácěla za sledované období žádné dividendy nemohou být použity žádné dividendové diskontní modely a ziskové modely.

4.4.1 Vstupní parametry

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je potřeba znát vstupní parametry pro určité modely, jako je odhadnutá prognóza tržeb, prognóza účetní hodnoty, míra růstu cash flow, míra růstu zisku a požadovaná výnosová míra. Míra růstu dividend, která se obvykle také určuje, nebude brána v úvahu, protože společnost Vítkovice nevyplácěla za celé období žádné dividendy.

Jednotlivým prognózám budou přiřazeny váhy podle důležitosti dle (Veselá, 2003) jsou jednotlivé váhy přiřazeny subjektivně, kdy roku blíže současnosti je přiřazena vyšší váha a roku dále od současnosti je přiřazena váha nižší.

- **Prognóza tržeb**

Prognóza tržeb společnosti Vítkovice je analyzována pro následující roky 2016 a 2018 na základě historického vývoje tržeb za rok 2010 až 2015, které byly zjištěny z výročních zpráv Vítkovice pro sledované roky 2010 až 2015. Pro přesnější určení prognózy tržeb je určen podíl tržeb k HDP pro sledované roky. Následující tabulka 4.9 obsahuje historické tržby za sledované období podle nich je určeno tempo růstu/ poklesu tržeb za pomoci geometrického průměru, který udává průměrné roční tempo růstu tržeb.

Tabulka 4.10: Určení geometrického průměru pro prognózu tržeb

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (v mil. Kč)	11 501	11 606	13 801	18 223	13 572	11 232
Tempo růstu /poklesu tržeb	-	1,01	1,19	1,32	0,75	0,83
Geometrický průměr tempa růstu	0,995					
Geometrický průměr (v %)	-0,47					

Zdroj: Vlastní zpracování

Podle tabulky 4.10 tržby za sledované období do roku 2013 rostly a od roku 2014 nastal prudký pokles tržeb, proto lze do budoucna odhadnout, že bude dále pokračovat klesající trend, což potvrzuje i vypočtený záporný geometrický průměr. Očekávané průměrné roční tempo poklesu tržeb se podle geometrického průměru předpovídá ve výši - 0,47 %.

Pro odhad tržeb je také použit podíl tržeb na HDP za sledované období pro přesnější prognózu tržeb. V následující tabulce 4.10 jsou použita data vývoje HDP z ČSÚ, kde bude prvně určen podíl tržeb na HDP a následně určeny váhy dle subjektivní důležitosti.

Tabulka 4.10: Podíl tržeb na HDP za sledované období

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP (mld. Kč)	3 953,70	4 033,80	4 059,90	4 098,10	4 313,80	4 554,60
Tržby společnosti (mld. Kč)	11,50	11,61	13,80	18,22	13,57	11,23
Podíl tržeb na HDP (%)	0,29	0,29	0,34	0,44	0,31	0,25
Váha	-	1	1,5	2	2,5	3
Součin váhy a podílu (%)	-	0,29	0,51	0,89	0,79	0,74
Součet vah	10					
Součet součinu	3,21					
Vážený aritmetický průměr	0,32 %					

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 4.10 je HDP ve sledovaném období rostoucí, a tento rostoucí trend se předpovídá i do budoucna. Vypočtený vážený aritmetický průměr podílu tržeb na HDP je ve výši 0,32 %.

Pro výpočet prognózy tržeb je potřeba znát aktuální predikci HDP, která je získána z oficiálních stránek ministerstva financí ČR. Podíl tržeb na HDP jsou získána z tabulky 4.11 a jsou snížena o 0,03 desetiny kvůli snižujícímu se trendu podílu tržeb na HDP. V následující tabulce 4.11 je určena prognóza tržeb dle HDP.

Tabulka 4.11: Prognóza tržeb dle HDP

	2016	2017	2018
Prognóza HDP	4 719	4 885	5 082
Podíl tržeb na HDP	0,22	0,22	0,22
Tržby Vítkovice (mld. Kč)	1038,18	1074,7	1118,04
Prognóza tržeb dle HDP (mil. Kč)	10381,8	10747	11180,4

Zdroj: Vlastní zpracování

Prognóza tržeb dle vývoje HDP podle tabulky 4.11 má rostoucí trend. V následující tabulce 4.12 bude určena výsledná prognóza tržeb, a to z hlediska historického vývoje tržeb, tak i dle HDP.

Tabulka 4.12: Výsledná prognóza tržeb

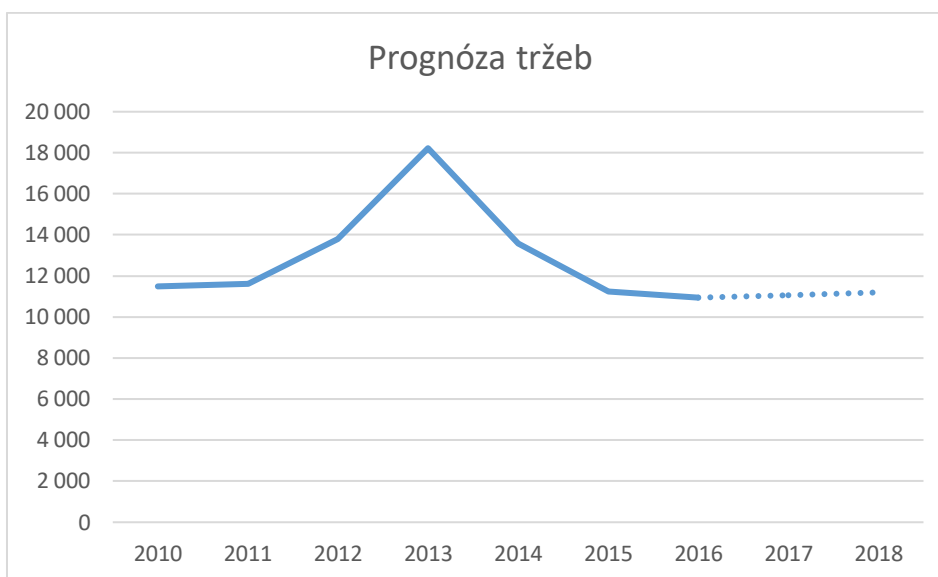
	2016	2017	2018
Tržby (dle geometrického průměru)	11178,96	11126,17	11073,63
Váha	2	1,5	1
Součin tržeb a váhy	22357,92	16689,26	11073,63
Tržby (dle vážený aritmetický průměr)	11268,09	11304,29	11340,61
Váha	2	1,5	1
Součin tržeb a váhy	22536,18	16956,44	11340,61
Tržby (dle HDP)	10381,80	10747,00	11180,40
Váha	2	1,5	1
Součin tržeb a váhy	20763,60	16120,50	11180,40
Součet tržeb	65657,70	49766,19	33594,64
Součet Vah	6	4,5	3
Prognóza tržeb	10942,95	11059,15	11198,21
Tempo růstu	-2,57	1,06	1,26

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.12 je určena výsledná hodnota prognózy tržeb. V roce 2016 lze předpovídat, že tempo poklesu tržeb bude ve výši -2,57 %, v následujících rocích 2017 a 2018 už se očekává mírné tempo růstu tržeb 1,06 % a 1,26 %

Výslednou prognózu tržeb pro lepší názornost lze zobrazit i graficky. Kde tečkovaná oblast zobrazuje odhad tržeb pro prognózované období 2016 až 2018.

Graf 4.3: Výsledná prognóza tržeb



Zdroj: Vlastní zpracování

Jak lze pozorovat z grafu 4.3 nejvyšší hodnota tržeb byla v roce 2013. V roce 2016 je odhad míry poklesu tržeb ve výši -2,57 %, to může být způsobeno problémy uvnitř společnosti, kdy dceřiné společnosti se dostaly do problému a hrozil jim úpadek. Od roku 2017 se předpokládá pomalý růst tržeb, což může být způsobeno vyřešením problémů uvnitř společnosti.

- **Prognóza účetní hodnoty**

Pomocí účetní hodnoty lze získat vlastní kapitál držený firmou, a to tak že hodnota aktiv firmy se sníží o výši cizích zdrojů. V následující tabulce 4.13 je vypočtena účetní hodnota společnosti Vítkovice za sledované období 2010 až 2015. Prognóza účetní hodnoty na následující rok bude vypočtena na jednu akcii, proto hodnoty v následující tabulce 4.13 jsou vyděleny počtem emitovaných akcií.

Tabulka 4.13: Výpočet účetní hodnoty ve sledovaném období

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva(tis.Kč)	18622295	20464449	21389869	20517895	20530056	19319966
Cizí zdroje (tis. Kč)	9592401	10567609	11196986	10941646	10564575	9338276
Účetní hodnota (tis. Kč)	9029894	9896840	10192883	9576249	9965481	9981690
Počet akcií (ks)	13 279 203					
Účetní hodnota na akcii (Kč)	0,68	0,75	0,77	0,72	0,75	0,75

Zdroj: Vlastní zpracování

Dle Musílek (2011) lze účetní hodnotu vypočítat z váženého aritmetického průměru, z historického míry tempa růstu a geometrického průměru historické míry tempa růstu. Pomocí znalosti historického vývoje účetní hodnoty na akcii lze vypočítat prognózu účetní hodnoty na další období. V následující tabulce 4.14 je vypočten vážený aritmetický průměr, který je počítán jako součin historického vývoje tempa růstu účetní hodnoty na akcii. Jednotlivým obdobím jsou přiřazeny váhy dle subjektivní důležitosti.

Tabulka 4.14: Vážený aritmetický průměr tempa růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Účetní hodnota na jednu akcii (Kč)	0,68	0,75	0,77	0,72	0,75	0,75
Tempo růstu/poklesu účetní hodnoty na jednu akcii	-	1,10	1,03	0,94	1,04	1,00
Váha	-	1,00	1,50	2,00	2,50	3,00
Součin tempa růstu/poklesu a vah		1,10	1,54	1,88	2,60	3,00
Součet vah	10,00					
Součet součinu	10,13					
Vážený aritmetický průměr tempa růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii (%)	1,01					

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.14 je vypočteny vážený aritmetický průměr, který je ve výši 1,01 %, aby byla větší objektivita výpočtu odhadu míry růstu/poklesu účetní hodnoty. Měl by být tento vážený aritmetický průměr tempa růstu srovnán s geometrickým průměrem tempem růstu/poklesu účetní hodnoty, který nezahrnuje extrémní hodnoty.

Tabulka 4.15: Výpočet geometrického průměru tempa růstu/poklesu účetní hodnoty

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Účetní hodnota na jednu akcii (Kč)	0,68	0,75	0,77	0,72	0,75	0,75
Tempo růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii	-	1,10	1,03	0,94	1,04	1,00
Geometrický průměr tempa růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii (%)	2,02					

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.15 je vypočtena hodnota geometrického průměru tempa růstu /poklesu účetní hodnoty na akcii ve výši 2,03 %. Hodnoty výpočtu váženého aritmetického průměru a geometrického průměru se liší, proto výsledná prognóza míry růstu/poklesu účetní hodnoty je stanovena jako průměr váženého aritmetického průměru a geometrického průměru v tabulce 4.16.

Tabulka 4.16: Výsledná průměrná míra růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii

Vážený aritmetický průměr (%)	1,01
Geometrický průměr (%)	2,02
Průměrná míra růstu/poklesu účetní hodnoty na akcii (%)	1,52

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.16 je vypočtena průměrná míra růstu účetní hodnoty na akcii ve výši 1,0185 %, za pomoci součinu této průměrné míry růstu a účetní hodnoty lze vypočítat prognózu účetní hodnoty pro rok 2016. Výpočet účetní hodnoty pro rok 2016 by tedy vypadal následovně:

$$\text{účetní hodnota}_{2016} = 751,68 \cdot (1 + 1,52) = 763,11 \text{ Kč.}$$

Prognóza účetní hodnoty na akcii pro rok 2016 je ve výši 763,11 Kč.

- **Míra růstu cash flow**

Dle (Veselá, 2011) pro určení míry růstu cash flow mezi sledovaným obdobím se používá několik metod, buď to je vážený aritmetický průměr, normalizovaná míra pomoci geometrického průměru nebo firemní finanční ukazatele. Pro určení míry růstu cash flow je potřeba nejdříve určit jednotlivé roční volné finanční toky pro vlastníky (dále jen FCFE) za použití vztahu 2.43. V následující tabulce 4.17 je FCFE vypočten za sledované období 2010 až 2015. Výchozí údaje pro vyčíslení jsou získány z výročních zpráv Vítkovice za sledované období 2010 až 2015.

Tabulka 4.17: Výpočet FCFE v tis. Kč.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý zisk	982 022	220477	427 287	601612	334687	-82251
Odpisy	602 936	637956	710 452	639413	475788	477683
Investiční výdaje	1 092 790	1578667	658039	525823	434024	390951
ΔČPK	50 456	269781	-1007447	-610402	-84522	195311
Splátky dluhů	161044	389444	1318082	153168	51310	248590
FCFE	280 668	-1 379 459	169 065	1 172 436	409 663	-439 420

Zdroj: Vlastní zpracování

V následující tabulce 4.17 jsou hodnoty FCFE, které jsou dále využity pro výpočet váženého aritmetického průměru, geometrického průměru a normalizované míry růstu/poklesu cash flow. V následující tabulce 4.18 je vypočten vážený aritmetický průměr růstu/poklesu cash flow z hodnot FCFE z tabulky 4.17.

Tabulka 4.18: Výpočet míry růstu v cash flow dle váženého aritmetického průměru

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCFE (v tis. Kč)	280 668	- 1 379 459	169 065	1 172 436	409 663	- 439 420
Změna míry růstu/poklesu FCFE	-	-4,91	-0,12	6,93	0,35	-1,07
Váha	-	1,00	1,50	2,00	2,50	3,00
Vážený aritmetický průměr růstu/poklesu cash flow (%)	0,64					

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.18 je vypočten vážený aritmetický průměr ve výši 0,64 %. Tato výše může být ovlivněna extrémními hodnotami, proto je dále použit výpočet normalizované historické míry růstu cash flow za nejbližší tři roky a za tři roky vzdálenější pomocí geometrického průměru, který zajistí vyhlazení krajních hodnot cash flow. Z těchto vyhlazených krajních bodů cash flow se určí dle vztahu 2.51 normalizovaná historická míra růstu cash flow, která je vypočtena v následující tabulce 4.19

Tabulka 4.19: Výpočet normalizované hodnoty

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCFE (tis. Kč)	280668	1379459	169065	1172436	409663	439420
Vyhlazené krajní hodnoty geometrický průměr ze 3 nejbližších a ze 3 nejvzdálenějších cash flow (mil. Kč)	-403 012,46			-595 385,93		
Normalizovaná míra růstu/poklesu cash flow (%)	13,89					

Zdroj: Vlastní zpracování

Normalizovaná míra pomocí geometrického průměru růstu cash flow v tabulce 4.19 je ve výši 13,89 %. Hodnota míry růstu cash flow se liší od hodnoty váženého aritmetického průměru.

Poslední metodou výpočtu míry růstu cash flow je za pomoci firemních finančních ukazatelů, při jejich výpočtu se vychází ze vztahu 2.54 až 2.56. Pro výpočet budou použita data z výroční zprávy za rok 2015 a bude uvažována daňová sazba ve výši 19 %. Prvně je tedy potřeba vypočítat rentabilitu vloženého kapitálu (vlastní i cizí kapitál) dle vztahu 2.55, výpočet vypadá následovně,

$$ROC = \frac{-80\,535 \cdot (1 - 0,19)}{19\,319\,966} = -0,34 \% .$$

Podle vztahu 2.56 bude vypočtena míra reinvestic, jejichž data budou převzata z výroční zprávy 2015 a daňová sazba jako v předchozím výpočtu bude ve výši 19 %.

$$b_R = \frac{(390951 - 477683 + 195311)}{-80535 \cdot (1 - 0,19)} = -1,66$$

Konečným výpočtem je určení míry růstu cash flow, která je vypočtena podle vztahu 2.54, kdy je v součinu rentabilita vloženého kapitálu a míra reinvestice.

$$g_{FCF} = -0,003376 \cdot (-1,66) = 0,56 \%$$

U jednotlivých metod výpočtu míry růstu cash flow jsou hodnoty rozdílné, proto budou jednotlivé hodnoty metod zprůměrovány v tabulce 4.20, kde je určena finální míra růstu cash flow.

Tabulka 4.20: Průměrná míra růstu/poklesu cash flow

Historická míra poklesu cash flow pomocí váženého aritmetického průměru (%)	0,64
Normalizovaná historická míra růstu/poklesu cash flow pomocí geometrického průměru (%)	13,89
Míra poklesu cash flow za pomoci firemních finančních ukazatelů (%)	0,56
Průměrná míra růstu/ poklesu cash flow (%)	5,03

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.20 je vypočtena průměrná míra poklesu cash flow ve výši 5,03 %. Žádná z metod nebyla vyřazena, protože se žádná z hodnot výrazně neodchylovala. Dokonce míra růstu cash flow váženého aritmetického průměru a firemních finančních ukazatelů je skoro stejná.

- **Míra růstu zisku**

Míru růstu/ poklesu zisku lze stanovit několika metodami jako je metoda váženého aritmetického průměru normalizované míry pomocí geometrického průměru nebo podle firemních finančních ukazatelů. Pro výpočty je potřeba znát čisté zisky pro sledované období 2010 až 2015, které jsou získány z konsolidovaných zisků a ztrát, které jsou v následující tabulce 4.21.

Tabulka 4.21: Čistý zisk za sledované období 2010 až 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý zisk (tis. Kč)	982022	220477	427287	223083	334687	-82251

Zdroj: Vlastní zpracování

První metodou výpočtu míry růstu/ poklesu čistého zisku je prostřednictvím váženého aritmetického průměru, který vychází z historických čistých zisků v tabulce 4.22. Jednotlivým obdobím jsou přiřazeny váhy subjektivně dle důležitosti.

Tabulka 4.22: Výpočet váženého aritmetického průměru za sledované období

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý zisk (v tis. Kč)	982022	220477	427287	223083	334687	-82251
Míra růstu/poklesu zisku (v %)	-	0,22	1,94	0,52	1,50	-0,25
Váha	-	1,00	1,50	2,00	2,50	3,00
Vážený aritmetický průměr (%)	0,72 %					

Zdroj: Vlastní zpracování

Vážený aritmetický průměr není zcela objektivní z důvodu citlivosti na extrémní hodnoty, proto je dále vypočten geometrický průměr ze tří nejbližších a ze tří nejvzdálenějších hodnot, a tím se získají vyhlazené krajní body, ze kterých je dále vypočtena normalizovaná hodnota dle vztahu 2.51, která je zobrazena v tabulce 4.23.

Tabulka 4.23: Normalizovaná hodnota míry růstu čistého zisku

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý zisk	982022	220477	427287	223083	334687	82251
Vyhlazené krajní hodnoty geometrický průměr (mil. Kč)	452273,77			-183125,51		
Normalizovaná míra růstu/poklesu čistého zisku (%)	-173,98					

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.23 je normalizovaná míra růstu poklesu čistého zisku ve výši -173,98 %, která se velmi liší od metody váženého aritmetického průměru, proto je možné, že bude tato metoda vyřazena z průměru výsledné míry růstu/ poklesu čistého zisku.

Poslední metodou výpočtu míry růstu čistého zisku je za pomoci použití finančních firemních dat. Tuto metodu lze vypočítat pomocí vztahu 2.53. Pro vymezení míry růstu zisku se používá vztah 2.52. Data pro výpočet jsou použita z tabulky 4.3 a za období t se bude považovat rok 2015 a za období $t-1$ se bude považovat rok 2014 a účetní hodnoty budou brány z tabulky 4.14. Výpočet tedy bude vypadat následovně,

$$g^{zisk} = \frac{-0,84 \cdot 9981690 - 3,41 \cdot 9965481}{3,41 \cdot 9965481} = -1,25 \%$$

Výsledná hodnota míry růstu/poklesu čistého zisku je uvedena v tabulce 4.24. Do výsledné hodnoty míry růstu/poklesu čistého zisku nebude použita metoda normalizované míry pomocí geometrického průměru, protože hodnota se velmi liší od dalších dvou metod váženého aritmetického průměru a firemních finančních ukazatelů.

Tabulka 4.24: Průměrná míra růstu/poklesu čistého zisku

Historická míra poklesu čistého zisku pomocí váženého aritmetického průměru	0,72 %
Míra poklesu čistého zisku za pomoci firemních finančních ukazatelů	-1,25 %
Průměrná míra růstu/ poklesu čistého zisku	-0,26 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Průměrná míra poklesu čistého zisku je vypočtena v tabulce 4.24 ve výši -0,26 %.

- **Požadovaná výnosová míra**

Pro modely respektující časovou hodnotu peněz je nezbytným vstupním údajem požadovaná výnosová míra, která určuje přesnost a smysl vypočtené vnitřní hodnoty akcie Veselá (2011). Nejvíce používaným modelem pro určení požadované výnosové míry je model CAPM, který definuje vztah mezi očekávaným výnosem a systematickým rizikem, tento model je dále aplikován.

Pro výpočet požadované výnosové míry je použit vzorec 2.61, kde údaje jednotlivých hodnot vzorce byly vypočteny v přílohách č. 4 a č. 5 Bezriziková sazba R_F je určena jako historický průměr výnosu státních dluhopisů se zbytkovou dobou splatnosti deset let, data pro výpočet jsou získána z měsíčních dat za období únor 2013 až leden 2017. Tržní výnosová míra R_m je určena jako historický průměr indexu RM za období pěti let, a to od února 2013 do ledna 2017, kde jsou použity měsíční průměry. Dalším údajem pro výpočet modelu CAPM je beta faktor β_i , který je určen za pomoci lineární regrese viz příloha č. 5. Podle (Veselá, 2011) je beta faktor nejčastěji počítán za dva roky nebo za pět let. Pro následující výpočet je použita pětiletá perioda měsíčních dat, a to tedy od února 2013 do ledna 2017.

V následující tabulce 4.25 jsou vypočtené hodnoty vstupních údajů pro výpočet modelu CAPM.

Tabulka 4.25: Hodnoty pro výpočet modelu CAPM

Vstupní údaje	Hodnota
Bezriziková sazba R_F	1,14 %
Tržní výnosová míra R_m	1,54 %
Beta koeficient β_i	-0,11

Zdroj: Vlastní zpracování

Z hodnot tabulky 4.25 lze vypočíst požadovanou výnosovou míru, která je následující,

$$E(r_{\text{Vítkovice}}) = 1,14 - 0,11 \cdot (1,54 - 1,14) = 1,10\%.$$

Vypočtena požadovaná výnosová míra společnosti Vítkovice je ve výši 1,10 %. Rozdíl mezi výnosem tržního portfolia a bezrizikovou sazbou je dodatečný výnos trhu, který

je ve výši 0,4 %. Celková riziková premie lze určit jako součin beta koeficientu a dodatečného výnosu, která je ve výši -0,04 %.

4.4.2 Cash flow modely

Cash flow modely jsou nejkomplexnějšími metodami výpočtu vnitřní hodnoty akcie, které zahrnují do hodnoty i volné peněžní toky po úhradě obligatorních závazků, v úvahu je i brána časová hodnota peněz. Pro následující určení vnitřní hodnoty akcie bude uvažován model FCFE a jeho dvoufázová metoda. První fáze trvá od roku 2016 až 2018 a druhá fáze trvá od roku 2019 až do nekonečna.

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je použit vzorec 2.46. Historická hodnota FCFE byla určena v tabulce 4.17, z které byly vypočteny budoucí FCFE. Míra růstu cash pro první fázi je určena z tabulky 4.20 ve výši 5,03 %. Pro druhou fázi je míra růstu cash flow upravena podle závislosti na hospodářském cyklu, kdy HDP má v následující letech dle prognóz ministerstva financí růst. Upravená hodnota míry růstu cash flow pro druhou fázi je 8 %, a to nejen kvůli závislosti na hospodářském cyklu, ale také už by měly být vyřešeny problémy uvnitř společnosti Vítkovice pomocí plánované reorganizace. Dle Veselá (2011) lze hodnotu míry růstu cash flow upravit podle závislosti na hospodářském cyklu.

Budoucí FCFE jsou převedeny na současnou hodnotu FCFE pomocí požadované výnosové míry, která je určena v tabulce 4.25 ve výši 1,10 %. V tabulce 4.26 je vypočtena současná hodnota finančních toků pro první a druhou fázi modelu FCFE, ze kterých je určena vnitřní hodnota akcie.

Tabulka 4.26: Stanovení vnitřní hodnoty akcie dle dvoufázové FCFE modelu

	2016	2017	2018	2019 -∞
Míra růstu FCFE (%)	5,03 %			8 %
PV FCFE (Kč)	-45650131,16	-47424661,48	-49268172,06	2156041941,69
PV FCFE za první fázi (Kč)	-142342964,69			-
PV FCFE za druhou fázi (Kč)	-			2156041941,69
PV FCFE (mil. Kč)	2013698976,99			
Vnitřní hodnota akcie (Kč)	151,64			

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota v tabulce 4.26 nabývá hodnoty 151,64 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem Vítkovice ke dni 10.3 2017, který je ve výši 144,30 Kč, je podle modelu cash flow akcie Vítkovice na trhu podhodnocena, ale pouze necelých 8 Kč.

4.4.3 Bilanční modely

U bilančních modelů se vychází z veřejně dostupných bilancí akciové společnosti. Tyto modely nerespektují časovou hodnotu peněz, což může být bráno jako nevýhoda těchto modelů. Z bilančních metod je možné získat několik hodnot. Pro určení vnitřní hodnoty akcie bude použita hodnota účetní a substanční.

Účetní hodnota

Vnitřní hodnota akcie Vítkovice za pomoci účetní hodnoty je určena podle vztahu 2.40. a data pro výpočet jsou použita z výroční zprávy Vítkovice 2015. V následující tabulce 4.27 je vypočítána vnitřní hodnota akcie pomoci účetní hodnoty.

Tabulka 4.27: Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Celková aktiva (Kč)	1 931 996 660
Cizí zdroje (Kč)	933 827 600
Účetní hodnota (Kč)	998 169 060
Množství emitovaných akcií (ks)	13 279 203
Vnitřní hodnota akcie	75,17

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie společnosti Vítkovice dle účetní hodnoty vypočtené v tabulce 4.27 je ve výši 75,17 Kč. Aktuální kurz akcie Vítkovice ke dni 10.3 2017 je ve výši 144,30 Kč. Se srovnáním aktuálního kurzu a vypočtené vnitřní hodnoty dle účetní hodnoty se jeví akcie společnosti Vítkovice na trhu jako nadhodnocena.

Substanční hodnota

Rozdíl mezi substanční hodnotou od účetní hodnotou je v tom, že jednotlivé položky, které jsou zahrnuté v účetní hodnotě, se přecení aktuálními tržními cenami z hlediska budoucího použití. Do přeceněných aktiv patří jen aktiva, které budou tvořit do budoucna výnosy. Tyto aktiva se následně vynásobí koeficienty, které jsou subjektivně určeny analytikem podle důležitosti dle (Veselá, 2003). Také je potřeba do výpočtu zahrnout nehmotný majetek, který není zahrnut v bilanci, jako je například goodwill. Substanční hodnota je počítána dle vztahu 2.41.

V následující tabulce 4.28 jsou uvedeny jednotlivá aktiva a jejich koeficienty přecenění. Údaje aktiv jsou brány z konsolidované rozvahy Vítkovice ke dni 31.12 2015.

Tabulka 4.28: Přeceněná aktiva

Aktiva	Účetní údaje	Koeficienty	Součin
DHM	905 539 300	0,8	724 431 440
Zásoby	374 870 700	0,65	243 665 955
Pohledávky	549 804 900	0,85	467 334 165
Peníze	298 100	1	298 100
Cizí zdroje	933 827 600	1	933 827 600
Celkem	-	-	2 369 557 260

Zdroj: Vlastní zpracování

Koeficienty v tabulce 4.28 jsou určeny tak, aby byla hodnota aktiv po přecenění co nejobjektivnější. Dlouhodobý hmotný majetek má dlouhou dobu odepisování, proto by se přeceněná hodnota neměla příliš lišit od účetní a koeficient je tedy ve výši 0,8. Menší koeficient je přiřazen zásobám ve výši 0,65. Pohledávky mohou být ovlivněny inflací, ale v poslední době je inflace nízká a do budoucnosti se nepředpovídá výrazný nárůst (viz. podkapitola 3.1.3), proto je koeficient celkově vysoký ve výši 0,85. Koeficient 1 je přiřazen cizím zdrojům a penězům.

V následující tabulce 4.29 je určen goodwill, který není zahrnut v bilanci společnosti Vítkovice.

Tabulka 4.29: Goodwill

Goodwill	Koeficienty
Know-how	0,5
Postavení na trhu	0,4
Obchodní kontakty	0,4
Management	0,1
Pracovní podmínky	0,2
Celkem	1,6

Zdroj: Vlastní zpracování

Koeficienty v tabulce 4.29 jsou subjektivně určeny dle důležitosti. Nejvyšší koeficient byl přiřazen know-how ve výši 0,5, které je založeno na výzkumu a vývoji, který je velmi důležitý pro společnost Vítkovice. Postavení na trhu Vítkovice je také pro společnost zásadní, protože je největší společností v odvětví těžkého strojírenství a jedinou konkurenci na tuzemském trhu (viz graf 3.4), kde byly srovnány tržby jednotlivých konkurentů, byly Třinecké železářny a.s. a ArcelorMittal Ostrava a.s., proto byl přiřazen vysoký koeficient ve výši 0,4. Společnost Vítkovice má velmi rozsáhlé obchodní kontakty po celém světě, proto byl zvolen vysoký koeficient ve výši 0,4. Velkou slabinou společnosti

je management, ve kterém jsou neustálé problémy a mohou být příčinou úpadku dceřiných společností, proto je mu přiřazena nejnižší hodnota koeficientu ve výši 0,1. Pracovní podmínky společnosti nejsou nijak příznivé, protože se jedná o práci ve strojírenském průmyslu, který je pro práci hlučný a fyzicky náročný, ale společnost Vítkovice se snaží tyto podmínky zlepšovat, proto je pracovním podmínkám přiřazen koeficient ve výši 0,2.

Vnitřní hodnota akcie dle substanční hodnoty se vypočítá jako součin přeceněných aktiv a koeficientu goodwill, který je následně vydělen počtem akcií viz tabulka 4.29.

Tabulka 4.30: Vnitřní hodnota akcie dle substanční metody

Přeceněná aktiva	2 369 557 260
Koeficient goodwillu	1,6
Počet emitovaných akcií	13 279 203
Vnitřní hodnota akcie	285,51

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie v tabulce 4.30 dle substanční hodnoty je ve výši 285,51 Kč. Ve srovnání s aktuálním tržním kurzem akcie Vítkovice, který je ve výši 144,30 Kč se zdá akcie na trhu podhodnocená.

4.4.4 Historické modely

Historické modely jsou průměry veličin akciového kurzu, tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Tyto modely se nediskontují na současnou hodnotu, což je považováno za nevýhodu těchto modelů. Existuje více druhů historických modelů jako jsou průměrné historické tržby P/S, průměrné historické účetní hodnoty P/BV nebo průměrná historická výše dividend P/D a průměrná úroveň cash flow P/CF. Průměrná historická výše dividend P/D nebude aplikována, protože ve společnosti Vítkovice nebyly vypláceny dividendy za celé sledované období. Model P/CF také nelze určit z důvodu prudkého kolísání FCFE a jeho záporných hodnot, proto jsou dále aplikované pouze modely P/S a P/B. U těchto modelů je použit průměrný historický tržní kurz akcie Vítkovice za období leden 2015 až leden 2017 převzat z RM-SYSTÉMU ve výši 258,80 Kč. Ostatní historické údaje jsou počítány z historických průměrů za sledované období 2010 až 2015 z výročních zpráv společnosti Vítkovice.

Model P/S

Poměřuje historický kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii dle vztahu 2.47, který je následně vynásoben očekávanou výší tržeb pro příští rok. Vnitřní hodnota akcie je vypočtena podle vztahu 2.48 a ukazatel P/S je vypočítán ze vztahu 2.47. Očekávaná výše tržeb je počítána z tabulky 4.12 za rok 2016, která je vydělena počtem

emitovaných akcií. V následující tabulce 4.31 je vypočtena vnitřní hodnota akcie dle modelu P/S.

Tabulka 4.31: Stanovení vnitřní hodnoty akcie dle P/S modelu

Průměrný historický kurz akcie	258,8
Průměrné historické tržby na akcii (Kč)	100,33
Ukazatel P/S	2,58
Očekávaná výše tržeb v roce 2016 na akcii (Kč)	82,63
Vnitřní hodnota akcie (Kč)	212,56

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie v tabulce 4.31 dle P/S modelu je ve výši 212,56 Kč. Tato hodnota je srovnána s aktuálním kurzem akcie Vítkovice ke dni 10.3 2017 ve výši 144,30, to tedy znamená, že akcie Vítkovice je podle modelu P/S na trhu podhodnocená.

Model P/BV

Poměřuje průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii. Vnitřní hodnota akcie se počítá dle vztahu 2.52. Průměrná výše účetní hodnoty na akcii je určena za sledované období 2010 až 2015 z tabulky 4.13 a očekávaná výše účetní hodnoty je určena v podkapitole 4.3.1. Ukazatel P/BV je aplikován ze vztahu 2.51. V tabulce 4.32 je určena vnitřní hodnota akcie dle modelu P/BV

Tabulka 4.32: Stanovení vnitřní hodnoty dle modelu P/BV

Průměrný historický kurz akcie (Kč)	258,8
Průměrná historická účetní hodnota na akcii (Kč)	736,03
Ukazatel P/BV	0,351616
Očekávaná výše účetní hodnoty v roce 2016 na akcii (Kč)	763,11
Vnitřní hodnota akcie (v Kč)	268,32

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie v tabulce 4.32 je dle modelu P/BV ve výši 268,32 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem akcie Vítkovice ke dni 10.3 2017 je 144,30 Kč, to tedy znamená, že podle modelu P/BV je akcie Vítkovice na trhu podhodnocena.

4.5 Shrnutí dosažených výsledků fundamentální analýzy

Po shrnutí globální analýzy z údajů makroekonomického vývoje v ČR je zřejmé, že ekonomika se vyvíjí pozitivně vzhledem k akciovým instrumentům. Vývoj HDP je stále rostoucí a jeho růst je předpovídan i do budoucnosti, to tedy znamená, že do budoucnosti se předpovídá růst akciového kurzu. Vývoj úrokových měr je na velmi nízkých hodnotách kvůli kurzovým intervencím, ke kterým ČNB přistoupila v roce 2013, i když se plánuje v první polovině roku 2017 opuštění od toho kurzového závazku, který drží úrokové sazby na nízké úrovni, tak podle analytiků se nepředpovídá alespoň do poloviny roku 2018 zvýšení těchto úrokových sazeb, což je pozitivní informací pro akciové kurzy, protože nízké úrokové míry předpovídají růst akciového kurzu kvůli inverznímu vztahu mezi těmito hodnotami. Vývoj inflace je stabilní a nepředpovídá se podle analytiků žádná zásadní změna, která by mohla ovlivnit akciové kurzy. Rostoucí vývoj peněžní nabídky působí pozitivně na akciové instrumenty, který mají pozitivní vztah mezi sebou, to tedy znamená, že pokud podle analytiků je předpovídan růst peněžní nabídky, znamená to do budoucnosti i růst akciového kurzu. Celkově lze tedy makroekonomický vývoj české ekonomiky považovat pro vývoj akciového kurzu jako pozitivní.

V rámci odvětvové analýzy je zaměřeno na odvětví strojírenství, zejména těžkého strojírenství, které je důležitým odvětvím pro českou ekonomiku. Po analýze trhu strojírenství dle studie českého strojírenství se předpokládá růst tržeb do budoucna i celkový pozitivní vývoj strojírenského odvětví. Za hlavní omezující faktory růstu podle studie českého strojírenství je nedostatek kvalifikovaných pracovních sil, vysoké náklady na práci a silná konkurence. Odvětví strojírenství je považováno za cyklické odvětví, které má podobné tendence růstu a poklesu jako hospodářský cyklus. V rámci konkurenčního prostředí společnosti Vítkovice jsou pouze hlavní konkurencí Třinecké železářny a.s. a ArcelorMittal Ostrava a.s., ale Vítkovice se zaměřují na specifickou výrobu, na kterou mají i vlastní know-how, ke kterému se ostatní společnosti nemohou dostat, takže z toho důvodu není společnost touto konkurencí výrazně ohrožena. Důležitou částí jsou také bariéry vstupu do odvětví strojírenství, kdy nově vstupující společnosti musí překonat několik bariér, jako je náročnost na kapitál zvláště v tomto odvětví, kdy jsou potřeba drahé stroje a velké prostory nebo také tradice už zavedených společností, které mají už zavedené odběratele a pro novou společnost by bylo těžké najít nové odběratele nebo je převzít stávajícím společností. Prostřednictvím těchto bariér a dalších charakteristik, jako je počet firem odvětví, charakteristika výroby lze posoudit, že odvětví strojírenství je oligopolní strukturou.

Společnost Vítkovice má majetkové účasti v mnoha dceřiných společnostech. Dividendovou politiku společnost Vítkovice nemá, protože za celé sledované období

nevyplácela dividendy, z toho důvodu dále v určení vnitřní hodnoty akcie nebyly použity dividendové diskontní modely a ziskové modely. Jediné dividendy vyplácely dceřiné společnosti, kde jediným akcionářem byla společnost Vítkovice. Investice společnosti Vítkovice jsou do ekologizace výroby, zlepšování životního prostředí a vzdělávání zaměstnanců. Zaměstnanci společnosti Vítkovice jsou důležitou částí, protože společnost potřebuje kvalifikované zaměstnance, i když počet zaměstnanců ve společnosti od roku 2014 klesá. Základním cílem strategie společnosti Vítkovice do budoucna je posílení obchodní činnosti, zvýšení produktivity a inovace.

Celkové finanční zdraví společnosti Vítkovice je určeno prostřednictvím finanční analýzy, za pomoci poměrových ukazatelů. Společnost Vítkovice za celé sledované období měla celkem pozitivní hodnoty poměrových ukazatelů. Hodnoty poměrových ukazatelů měly nejhorší hodnoty v roce 2015, a to z důvodu toho, že se společnost Vítkovice dostala do problému prostřednictvím několika dceřiných společností, které se dostaly do úpadku a zadlužení, což mělo za následek záporný konsolidovaný hospodářský výsledek. Řešením společnosti Vítkovice je celková reorganizace společnosti. Některé poměrové ukazatele už nemají příznivý vývoj od roku 2014 jako ukazatele aktivity, kde se potvrzuje zadluženost společnosti.

V rámci SWOT analýzy byly posouzeny slabé, silné stránky a hrozby, příležitosti společnosti. Kde výraznou hrozbou a zároveň slabou stránkou je nedostatek kvalifikované pracovní síly. Příležitosti společnosti do budoucna je rozšíření exportu do dalších zemí světa nebo výzkum a vývoj, který je důležitý pro budoucnost celého strojírenského odvětví. Hlavní silné stránky společnosti je know-how, diverzifikace produktů nebo kladení důrazu na vývoj a výzkum společnosti. Hlavními slabými stránkami společnosti Vítkovice mohou být ekologické dopady na životní prostředí, nevyplácení dividend nebo nestabilní management společnosti. Významné hrozby společnosti spočívají například v pokračující nestabilní situaci uvnitř společnosti a z toho plynoucí ohrožení image společnosti nebo růst konkurence.

Emitované akcie společnosti Vítkovice jsou emitovány pouze v RM-systému a nejsou součástí indexu RM, proto nemusí být natolik atraktivními pro investory. Jejich nominální hodnota je aktuálně ve výši 300 Kč od roku 2015, předchozí nominální hodnota byla ve výši 10 Kč. Akcie Vítkovice také nevyplácela za celé sledované období dividendy, což pro investory také může být jako nedostatek pro investici. Od poloviny roku 2015 začal kurz akcie Vítkovice prudce klesat a v roce 2017 začal znovu mírně růst a tento růst by měl pokračovat i do budoucna.

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie byly použity modely cash flow, historické modely a bilanční modely. Dividendový diskontní model a ziskové modely nemohly být použity z důvodu nevyplácení dividend za celé sledované období. Vnitřní hodnota akcie Vítkovice se liší dle použitého modelu, proto pro určení vnitřní hodnoty akcie je použito více modelů podle různých vstupních parametrů. Pro určení hodnoty akciového titulu Vítkovice je použito váženého průměru pro dílčí hodnoty jednotlivých modelů. V tabulce 4.33 je tento vážený průměr aplikován u jednotlivých modelů, ke kterým jsou přiřazeny váhy dle významnosti jednotlivých použitých modelů, které určují výslednou hodnotu vnitřní hodnoty akcie Vítkovice.

Tabulka 4.33: Vnitřní hodnota akcie

	Vnitřní hodnota akcie	Váha	Součin
Cash flow modely	151,64	0,40	60,67
Bilanční – účetní hodnota	75,17	0,05	3,75
Bilanční – substanční hodnota	285,51	0,15	42,83
Historické – model P/S	212,56	0,20	42,51
Historické – model P/BV	268,32	0,20	53,66
Vnitřní hodnota akcie		1,00	203,42

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 4.33 jsou jednotlivé modely s jejich výslednou vnitřní hodnotou a jejich váhy přiřazeny k jednotlivým metodám, kdy součet vah je 1.

Cash flow modelům dvoufázové metody je přiřazena nejvyšší váha ve výši 0,40, protože je upravena o časovou hodnotu peněz na současnou hodnotu.

Bilanční modely vychází z veřejně dostupných bilancí a nerespektují časovou hodnotu peněz, proto je těmto modelu přiřazena nižší váha, kvůli přesnosti těchto modelů, která není vysoká, protože se při výpočtu aplikují historická data. Vnitřní hodnota akcie účetní hodnoty bilančních modelů je velmi rozdílná od ostatních metod, u kterých se vnitřní hodnota akcie pohybuje v intervalu od 151,64 Kč do 285,51 Kč, proto je této hodnotě přiřazena nejnižší váha 0,05. Substanční hodnotě je přiřazena váha vyšší, i když tato metoda také nerespektuje časovou hodnotu peněz, protože také využívá historická data pro výpočet. Do výpočtu jsou zahrnuta i data, která nejsou v bilanci společnosti Vítkovice, a v této metodě je ještě použito subjektivní hodnocení, proto je této metodě přiřazena váha ve výši 0,15 a je tedy nižší než u historických modelů.

Historické modely se také nediskontují na současnou hodnotu, tudíž také nerespektují časovou hodnotu peněz, ale není použito subjektivního hodnocení a v modelu se aplikuje prognóza tržeb a prognóza účetní hodnoty, proto je tedy váha vyšší než u bilančních modelů ve výši 0,20, ale je menší než u modelu cash flow kvůli nerespektování časové hodnoty peněz.

Finální vnitřní hodnota akcie v tabulce 4.33 je ve výši 203,42 Kč a aktuální kurz akcie Vítkovice na trhu ke dni 10.3 2017 je ve výši 144,30 Kč. To tedy znamená, že akcie je na trhu podhodnocená. Je tedy možné očekávat růst tržní hodnoty akcie, ale je také nutné vzít v úvahu, že většina modelů vychází z historických údajů a některé jsou ovlivněny subjektivním hodnocením. Rostoucí trend akcie je také možné potvrdit budoucí prognózou makroekonomického vývoje, která se zdá být jako pozitivní i do budoucna. Problémy uvnitř společnosti, které nastaly v roce 2015 a 2016, se řeší reorganizací společnosti. Po vyřešení těchto problémů je možné, že kurz akcie znovu poroste, ale je také logické, že po těchto problémech nevystoupá hodnota kurzu akcie do výši 300 Kč, jak to bylo před krizí společnosti Vítkovice, ale že tento růst půjde pomaleji, než se všechny problémy vyřeší.

Podle výše uvedených informací lze očekávat dosažení kapitálového výnosu při investici do analyzovaného akciového instrumentu společnosti Vítkovice.

V rámci zhodnocení dosažených výsledků dílčích fundamentálních analýz akcií Vítkovice je investičním doporučením investování do tohoto akciového instrumentu, protože se očekává jak pozitivní makroekonomický vývoj, tak i pozitivní vývoj strojírenského odvětví, a také vyřešení problémů uvnitř společnosti Vítkovice, což by se mělo projevit i růstem akciového kurzu společnosti Vítkovice.

5 Závěr

V ekonomickém tržním prostředí je důležitou částí obchodování s akciovými tituly. Investoři investují do těchto instrumentů z důvodu zhodnocení peněžních prostředků a získání kapitálového zisku prostřednictvím podhodnocené akcie. Investoři hledají tyto podhodnocené akcie, na kterých by mohli v budoucnosti získat kapitálový zisk. Pro nalezení správné akcie lze použít několik metod a postupů, které slouží pro zhodnocení akciových instrumentů a získání investičního doporučení, mezi které lze zařadit i fundamentální analýzu.

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti Vítkovice a.s., a to za pomoci vybraných metod a postupů fundamentální analýzy, a následné investiční doporučení pro koupi, prodej nebo držení akciového instrumentu společnosti Vítkovice. Dílčími částmi fundamentální analýzy byly globální analýza, odvětvová analýza, firemní analýza a stanovení vnitřní hodnoty.

Diplomová práce byla rozdělena do pěti základních kapitol, včetně úvodu a závěru. Druhá kapitola byla tvořena teoretickou – metodickou částí, kde byla teoreticky rozebrána podstata fundamentální analýzy, její dílčí části globální a odvětvové analýzy, kde byly vysvětleny jejich postupy. V další části této kapitoly byla finanční analýza, která určuje finančního zdraví společnosti a jednotlivé modely pro určení vnitřní hodnoty akcie a jejich matematické vztahy.

Třetí a čtvrtá kapitola tvoří část aplikačně – ověřovací. Třetí kapitola byla věnována makroekonomickému vývoji ukazatelů a jejich prognózou do budoucna, což je součástí globální fundamentální analýzy. Makroekonomickými ukazateli byl reálný výstup ekonomiky, úrokové míry, inflace, peněžní nabídka, fiskální politika a devizové kurzy. Další částí této kapitoly bylo zhodnocení odvětvové analýzy, jako je analýza trhu strojírenství, citlivost odvětví na hospodářském cyklu, konkurenční prostředí, bariéry vstupu do odvětví nebo tržní struktura odvětví.

Obsahem čtvrté kapitoly byla firemní analýza a stanovení vnitřní hodnoty akcie. V první části této kapitoly byla charakteristika společnosti Vítkovice, její základní charakteristické údaje, její vlastnická a organizační struktura, dividendová a investiční politika, zaměstnanci společnosti, strategický výhled do budoucnosti a základní údaje o akcii společnosti Vítkovice. Další částí bylo zjištění finančního zdraví společnosti Vítkovice prostřednictvím finanční analýzy skrze aplikaci poměrových ukazatelů. Pro zhodnocení slabých, silných stránek a příležitostí a hrozeb společnosti Vítkovice byla zkonstruována SWOT analýza. Hlavní částí této kapitoly bylo stanovení vnitřní hodnoty akcie prostřednictvím modelů pro

zjištění vnitřní hodnoty akcie, které šly použít pro společnost Vítkovice. Těmito modely byly cash flow, bilanční modely (účetní hodnota, substanční hodnota) a historické modely (P/BV, P/S). Z důvodu nevyplácení dividend společnosti Vítkovice nebyly použity dividendové diskontní modely a ziskové modely. Poslední podkapitolou čtvrté kapitoly bylo shrnutí dosažených výsledků fundamentální analýzy a vyčíslení výsledné vnitřní hodnoty akcie za pomoci váženého aritmetického průměru z jednotlivých hodnot modelů a přiřazených vah.

V rámci hodnocení hlavního cíle diplomové práce lze vyvodit závěr, že akcie je na trhu podhodnocená a investičním doporučením je akcii koupit. Toto rozhodnutí bylo určeno v rámci vyčíslení vnitřní hodnoty akcie za pomoci váženého aritmetického průměru a přiřazením vah z jednotlivých hodnot aplikovaných modelů, kde ve všech použitých modelech vyšlo, že hodnota akcie je podhodnocena, kromě bilančního modelu účetní hodnoty, kde byla hodnota akcie nadhodnocená. Finální výsledek vnitřní hodnoty akcie byl ve výši 203,42 Kč a aktuální kurz akcie Vítkovice a.s. ke dni 10.3.2017 byl ve výši 144,30 Kč. Z tohoto porovnání lze tedy určit, že hodnota akcie Vítkovice a.s. je na trhu podhodnocená. Tuto skutečnost lze vyvodit i z ostatních částí fundamentální analýzy, kdy je zřejmé, že situace z globálního hlediska je příznivá pro růst akciového instrumentu, a i odvětvová analýza svědčí o růstu odvětví. Firemní fundamentální analýza byla celkově příznivá až do roku 2014, do té doby, než vznikly problémy uvnitř společnosti, takže celkově lze konstatovat finanční zdraví společnosti do roku 2014.

Z výsledků fundamentální analýzy je zřejmé, že pokud se vyřeší situace uvnitř společnosti Vítkovice, mohl by kurz akcie růst, proto by tato akcie mohla být atraktivní pro investory, kteří by mohli dosáhnout kapitálového zisku, protože se jedná o společnost, která má silné postavení na trhu a problémy uvnitř společnosti by tedy mohly být vyřešeny prostřednictvím reorganizace společnosti a příznivá makroekonomická a odvětvová situace může podpořit situaci uvnitř společnosti a růst tohoto akciového instrumentu, který může investorům přinést zhodnocení peněžních prostředků a kapitálový zisk.

Nevýhodou fundamentální analýzy je však využívání vesměs účetních dat, která mohou zkreslovat výsledky fundamentální analýzy. Další nevýhodou je aktuálnost údajů konsolidovaných výkazů, které byly k dispozici do roku 2015, protože společnost Vítkovice a.s. ještě nevydala konsolidované výkazy za rok 2016.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

- [1] BODIE, Zvi, KANE, Alex a MARCUS Alan J. Investments. 9th ed. Boston: McGraw Hill, 2011. 992 s. ISBN 978-0073530703.
- [2] BREALEY, Richard A. Teorie a praxe firemních financí. Praha: Computer Press, 2000. Business books (Computer Press). ISBN 80-7226-189-4.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 2., upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [4] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. Finanční analýza a plánování podniku. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [5] KOTLER, Philip. a Gary ARMSTRONG. Principles of marketing. 14th ed. Boston: Pearson Prentice Hall, 2012. 744 s. ISBN 978-0-13-216712-3.
- [6] McMILLAN, Michael G. Investments: principles of portfolio and equity analysis. 1st ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011. 656 s. ISBN 978-0-47091580-6.
- [7] MAŘÍK, Miloš. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [8] MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [9] REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. 689 s. ISBN 978-80-247-3671-6.
- [10] RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2008. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-2481-2.
- [11] VESELÁ, Jitka. Analýzy trhu cenných papírů. V Praze: Oeconomica, 2003. 356 s. ISBN 80-245-0506-1.
- [12] VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Elektronické zdroje

- [13] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: Míra inflace [online]. [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- [14] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: Makroekonomické ukazatele [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
- [15] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: Měnová politika – prognóza [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza
- [16] MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: Vývoj finančního trhu [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/>
- [17] ROKLEN 24: Prognóza vývoje úrokových sazeb v ČR [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://roklen24.cz/a/wmt6d/prognoza-vyvoje-urokovych-sazeb-v-cr>
- [18] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: Ekonomický vývoj do roku 2012 [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/prurezova_temata_menova_politika/1_ekonomicky_vyvoj_na_uzemi_ceske_republiky.html
- [19] MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ: Prognóza vybraných makroekonomických veličin [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/prurezova_temata_menova_politika/1_ekonomicky_vyvoj_na_uzemi_ceske_republiky.htm
- [20] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: Statistika měnového vývoje [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harm_stat_data/smv_komentar.html
- [21] MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: Vývoj státního dluhu [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu>
- [22] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: Devizové kurzy [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumern_e_mena.jsp?mena=USD

- [23] VÍTKOVICE: Profil společnosti Vítkovice a.s. [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.vitkovice.cz/profil>
- [24] CEEC: Studie českého strojírenství [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.ceec.eu/research/mech?iResearchId=131&do=downloadResearch>
- [25] EHUTNÍK: Třinecké železárny [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://ehutnik.cz/trinecke-zelezarny-uzavrely-hospodareni-lonskeho-roku-se-ziskem-10-cz2113.html>
- [26] PATRIA: zpravodajství Vítkovice a.s [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/1645424/strojirenska-spolecnost-vitkovice-nebude-ani-letos-vyplacet-dividendy-lonsky-zisk-9417-mil-kc-prevede-na-ucet-nerozdeleneho-zisku-z-minulych-let-ktery.html>
- [27] AKCIE-KURZY: akcie Vítkovice [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://akcie-cz.kurzy.cz/akcie/vitkovice-1562/rocni>
- [28] OSTROJ: Tržby Ostroj a.s. [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.ostroj.cz/povinne-uverejnovani>
- [29] KRÁLOVOPOLSKÁ STROJÍRNA: Tržby Královopolské strojírny a.s. [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.denik.cz/ekonomika/kralovopolske-loni-klesly-trzby-ale-letos-ocekava-rust-20160704.html>
- [30] ZPRÁVY E15: Výroba železa a oceli [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/byznys/prumysl-a-energetika/vyroba-zeleza-a-oceli-v-cesku-poroste-1092368>
- [31] REJSTŘÍK FIREM: Obchodní rejstřík Vítkovice a.s. [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://rejstrik-firem.kurzy.cz/45193070/vitkovice-as/>
- [32] EURO: Situace společnosti Vítkovice a.s. [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.euro.cz/byznys/sef-vitkovic-witassek-prezijeme-nejen-rok-2017-1319892>

- [33] AKCIE-KURZY: Emise akcie Vítkovice a.s. [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://akcie-cz.kurzy.cz/emise/CZ0005098558/>
- [34] MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: HDP [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2017/mf-letos-ocekava-rust-hdp-o-26-27460>
- [35] TECHNICKÝ TÝDENÍK: Predikce vývoje ocelářství [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: http://www.technickytydenik.cz/rubriky/archiv/k-predikci-vyvoje-ocelarstvi-ceske-republiky-pro-obdobi-2015-2020_31753.html
- [36] VÍTKOVICE: zaměstnanci Vítkovice [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://brtnik1.vitkovice.cz/9/cs/node/171>
- [37] AKCIE-KURZY: Historie indexu RM [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://akcie-cz.kurzy.cz/burza/index-rm/historie-indexu-px?rok=2016>
- [38] KURZY: výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10let [online]. [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynosy-dluhopisoveho-kose-statnich-dluhopisu-mesicni-prumer/vynos-kose-statnich-dluhopisu-s-prumernou-zbytkovou-splatnosti-10-let/>
- [39] SML: Security market line [online]. [cit. 2017-04-03]. Dostupné z: [http://financialplanningbodyofknowledge.com/wiki/Security_market_line_\(SML\)](http://financialplanningbodyofknowledge.com/wiki/Security_market_line_(SML))

Seznam použitých zkratek

a. s.	akciová společnost
β	beta faktor
b_r	míra investic
BV	účetní hodnota
CF	cash flow
CNG	stlačený zemní plyn
CZK/EUR	kurz eura vůči české koruně
CZK/USD	kurz amerického dolaru vůči české koruně
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
D	vyplácená dividenda
E	očekávaná výše čistého zisku
EPS	čistý zisk na akcii
EAT	čistý zisk
FCFE	Free Cash Flow to Equity
g	míra růstu zisku
g_{FCFE}	míra růstu Free Cash Flow to Equity
g_{Zisk}	míra růstu zisku
HDP	hrubý domácí produkt
IC	celkový vložený kapitál
ICT	informační a komunikační technologie
IV	investiční výdaje
k	požadovaná míra výnosnosti
Kč	koruny české
ks	počet kusů
M1	prognózovaná zisková marže v následujícím období
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
mil.	miliony
mld.	miliard
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
p	dividendový výplatní poměr

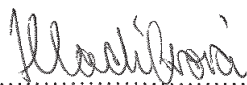
P	průměrný historický akcie
p. b.	procentní bod
ROA	ukazatel rentability aktiv
ROCE	rentabilit dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
R_F	bezriziková sazba
R_M	tržní výnosnost
ROS	ukazatel rentability tržeb
S	tržby
t	jednotlivá období
T	doba trvání první fáze
tis.	tisíce
V	vnitřní hodnota akcie

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠBTUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠBTUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 18.4.2017



Bc. Daniela Hladíková

Seznam příloh

Příloha č. 1: Konsolidovaná rozvaha společnosti Vítkovice, a.s.

Příloha č. 2: Konsolidovaný výkaz zisku a ztrát společnosti Vítkovice, a.s.

Příloha č. 3: Konsolidovaný přehled o peněžních tocích společnosti Vítkovice, a.s.

Příloha č. 4: Bezriziková sazba a tržní výnos

Příloha č. 5: Beta koeficient

Příloha č.1: Konsolidovaná rozvaha společnosti Vítkovice, a.s.

V tis. Kč		2010	2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA						
	Aktiva celkem	1862229 5	2046449	21389869	2051895	2053005 6	1931996 6
B.	Dlouhodobý majetek	7985977	8937529	8911953	9000942	9088355	9055393
B. I	Dlouhodobý nehmotný majetek	182 934	177 567	81 145	69 802	87 892	88 258
1.	Zřizovací výdaje	13	-	-	-	-	-
2.	Nehmotný výsledky výzkumu a vývoje	2 531	1 680	534	267	-	-
3.	Software	27 730	22 542	12 372	15 930	16 753	12 427
4.	Ocenitelná práva	13 460	11 588	8 573	8 818	6 421	4 931
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	136 795	136 096	46 361	35 156	55 515	59 148
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	632	672	6 693	9 631	9 203	11 739
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	1 773	4 989	6 612	-	-	13
B. II	Dlouhodobý hmotný majetek	6 989 493	8014004	8 166618	8371890	8 529807	8542085
1.	Pozemky	1 077 584	1155 962	1 343779	1853413	2 031952	2098005
2.	Stavby	1 761 548	1959075	2 331047	2261988	2 222614	2 219587
3.	Samostatné hmotné movité věci a soubory hmotných movitých věcí	3 163 511	3185147	3 801 568	3702878	3 514 855	3 521 346
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	304 375	342 968	387 293	393 220	374 222	358 396
7.	Nedokončený	574 503	1176243	259 011	150 068	336 096	328 481

	dlouhodobý hmotný majetek						
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	109 530	195 988	45 362	10 323	50 068	16 270
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-1 558	-1 379	-1 442	-	-	-
B.III	Dlouhodobý finanční majetek	236 637	210 763	160 343	95 223	76 343	59 329
1.	Podíly- ovládána osoba	12 975	23 457	28 549	23 908	30 166	26 918
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	123 662	120 306	87 794	33 715	19 977	17 611
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	100 000	67 000	44 000	37 600	26 200	14 800
B. IV	Kladný (aktivní) konsolidační rozdíl	401 822	352 959	319 454	297 336	283 314	261592
B. V	Záporný (pasivní) konsolidační rozdíl	-18 048	-16 925	-15 144	-14 468	-14 086	-12 919
B. VI	Cenné papíry a podíly v ekvivalenci	193 139	199 161	199 537	181 159	125 085	117048
C.	Oběžná aktiva	10 481 245	11 320 633	12330158	1126838 9	1114026 6	1004360 5
C. I	Zásoby	2 829 742	3 858 941	5 711988	3 432916	4 125384	3 748707
1.	Materiál	850 644	730 184	696 406	594 660	531 946	464 570
2.	Nedokončen á výroba	1 758 887	2 922 705	4817976	2499683	3 285909	2 902829
3.	Výrobky	173 707	147 464	152 057	248 675	282 689	349 793
5.	Zboží	6 281	13 346	14 080	40 467	7 833	17 201
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	40 223	45 242	31 469	49 431	17 007	14 314
C. II	Dlouhodobé pohledávky	313 243	477 503	768 786	1671 755	361 723	503609
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	97 891	132 049	489 848	1 397 388	152 519	148 608

5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	134 035	145 561	114 728	20 569	15 701	27
7.	Jiné pohledávky	2 290	12 051	1 094	20 081	26 406	37 571
8.	Odložená daňová pohledávka	79 027	187 842	163 116	233 717	167 097	317 403
C. III	Krátkodobé pohledávky	3 843 231	4 177 156	4824473	4842778	5 816283	4994440
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 886 920	2 765 716	3100562	3421060	4820105	4332940
2.	Pohledávky-ovládána nebo ovládající osoba	4 774	3 701	99 530	147 756	125 193	82 191
4.	Pohledávky za společníky	-	-	-	-	4	16
6.	Stát-daňové pohledávky	177 873	193 540	338 875	382 174	398 685	180 572
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	556 538	952 208	1013229	789 694	233 611	249 949
8.	Dohadné účty aktivní	77 102	84 624	120 458	44 470	33 740	52 402
9.	Jiné pohledávky	140 024	177 367	151 819	57 624	204 945	96 370
C. IV	Krátkodobý finanční majetek	3 495 231	2 807 033	1024911	1320940	836 876	796 849
1.	Peníze	3 349	3 725	3 328	2 673	3 106	2 981
2.	Účty v bankách	2 411 468	1 888 660	876 485	1 241403	759 251	719 824
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	1 080 212	914 648	145 098	76 864	74 519	74 044
D. I	Časové rozlišení	155 073	206 287	147 758	248 564	301 435	220 968
1.	Náklady příštích období	145 950	133 091	142 591	140 915	116 493	106 516
2.	Komplexní náklady příštích období	-	-	-	81 092	114 226	85 719
3.	Příjmy z příštích období	9 123	73 196	5 167	26 557	70 716	28 733

	PASIVA						
	Pasiva celkem	18 622 561	20464449	2138986 9	2051789 5	2053005 6	19 319
A.	Vlastní kapitál	8 916 561	9 292 882	9824 785	9268 502	9 825962	9 740529
A. I	Základní kapitál	132 792	132 792	132 792	132 792	132 792	3 983761
1.	Základní kapitál	132 792	132 792	132 792	132 792	132 792	3 983761
A. II	Kapitálové fondy	-624 963	-610 217	-474 456	-581 470	-75 778	-12 528
2.	Ostatní kapitálové fondy	1 648	1 648	1 648	1 648	1 648	1 636
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-619 306	-610 729	-466 740	-582 373	-59 262	-11 361
7.	Oceňovací rozdíly vyplývající z konsolidačních úprav	-7 305	-1 136	-9 364	-745	-18 164	-2 803
A. III	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	229 068	252 945	259 486	270 257	282 076	13 458
1.	Zákonný rezervní fond/ Nedělitelný fond	217 298	241 337	247 878	258 650	270 121	1 510
2.	Statutární a ostatní fondy	11 770	11 608	11 608	11 607	11 955	11 948
A. IV	Výsledek hospodaření minulých let	8 082 429	9 193 983	9372 253	9115 291	9 061264	5 753242
1.	Nerozdělený zisk z minulých let	8 367 535	9 538 041	9801 292	1040701 1	1007330 7	6 702652
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-285 106	-344 058	-429 039	-661 930	-1008215	-886 513
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	-	-	-	-629 790	-3 828	-62 251
A. V	Konsolidovaný výsledek hospodaření běžného	982 022	220 477	427 287	223 083	334 687	-82 251

	účetního období +/-						
1.	Konsolidovaný výsledek hosp. běžného účetního období bez menšinových podílů	994 335	214 455	425 411	240 712	340 761	-74 214
2.	Podíl na výsledku hospodaření v ekvivalenci	-12 313	6 022	1 876	-17 629	-6 074	-8 037
A. VI	Konsolidovaný rezervní fond	115 213	102 902	107 423	108 549	90 921	84 847
B	Cizí zdroje	9592401	10567609	11196986	10941646	10564575	9338276
B. I	Rezervy	336 166	378 200	359 107	763 632	503 693	831 629
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	18 215	8 895	-	-	-	-
3.	Rezerva na daň z příjmů	18 647	18 001	20 605	26 393	21 310	17 384
4.	Ostatní rezervy	299 304	351 304	338 502	737 239	482 383	814 245
B. II	Dlouhodobé závazky	1664575	1 827 407	1 069683	728 133	126 559	42 710
1.	Závazky z obchodních vztahů	161 736	382 484	353 462	419 533	63 230	33 033
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	1 270 926	1 364 181	680 013	300 348	4 707	7 674
9.	Jiné závazky	231 913	80 742	36 208	8 252	58 622	2 003
B. III	Krátkodobé závazky	3832 261	4 375 991	6 342543	5 826056	5 763575	4 454589
1.	Závazky z obchodních vztahů	1906 443	2 311 277	3 368615	3 828246	3 777980	3 139407
2.	Závazky-ovládaná nebo ovládající osoba	-	-	9 790	-	3 341	-
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružením	6 343	7 367	6 431	6 509	1 899	1 383

5.	Závazky k zaměstnancům	126 876	131 695	162 771	134 827	135 359	123 409
6.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. Pojištění	72 894	73 391	87 822	77 263	76 860	71 908
7.	Stát-daňové závazky a dotace	273 972	240 726	89 473	119 132	93 860	127 133
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	1 096 740	1 248 727	2 276 748	1 249 992	1 065 714	627 626
10.	Dohadné účty pasivní	220 987	146 930	227 843	162 690	466 637	191 176
11.	Jiné závazky	128 006	215 338	113 050	247 397	141 925	172 547
B. IV	Bankovní úvěry a výpomoci	3 759 399	3 986 011	3 425 653	3 623 825	4 170 748	4 009 348
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	587 504	821 470	725 547	661 065	688 476	504 360
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	3 171 895	3 164 541	2 700 106	2 962 760	3 482 272	3 504 988
C. I	Časové rozlišení	20 828	557 567	314 708	241 794	69 254	164 304
1.	Výdaje příštího období	10 203	19 455	12 391	23 826	4 552	11 015
2.	Výnosy příštího období	10 625	538 112	302 317	217 968	64 702	153 289
D	Menšinový vlastní kapitál	92 505	46 391	53 390	65 953	70 265	76 857
D. I	Menšinový základní kapitál	72 176	107 372	107 372	104 532	101 691	101 691
D. II	Menšinové kapitálové fondy	-322	-2 229	-1 802	-1 233	-664	-664
D. III	Menšinové fondy ze zisku	2 077	785	879	789	1 435	-
D. IV	Menšinový výsledek hospodaření minulých let	7 920	-62 476	-62 518	-57 912	-45 637	-33 131
D. V	Menšinový výsledek hospodaření běžného účetního období	10 654	2 939	9 459	19 777	13 440	8 961

Příloha 2: Konsolidovaný výkaz zisku a ztrát společnosti Vítkovice, a.s.

	v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015
I	Tržby za prodej zboží	140263	367373	621805	851 989	435 728	246914
A	Náklady vynaložené na prodané zboží	132286	341876	567256	766 571	380 989	193664
+	Obchodní marže	7977	25497	54549	85418	54 739	53250
II	Výkony	11954575	12690185	15138291	15200212	14377203	11057734
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	11133705	10770010	12822025	16961639	12991079	10886012
2.	Změna stavu zásob vlatní činnosti	260171	1 121 113	1885324	-2269349	880172	-428275
3.	Aktivace	560699	799062	430942	507 992	505952	619997
B.	Výkonová spotřeba	8008435	9086278	11207614	11671799	10791550	7968445
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	5423072	5806535	7182783	6 826 547	5230758	4248549
B. 2.	Služby	2585363	3279743	4024831	4 845 252	5560792	3719896
+	Přidaná hodnota	3954117	3629404	3985226	3 613 831	3640392	3142539
C.	Osobní náklady	2752177	2702110	2884837	2 841 045	2599526	2548087
C.1.	Mzdové náklady	2005190	1963011	2 101 803	2 070 369	1888041	1848401
C.2.	Odměny členů orgánů společnosti a družstva	8611	9928	11108	11 224	10911	11436
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	668776	655626	697656	686 472	633033	623935
C.4.	Sociální náklady	69600	73545	74207	72 980	67541	64315
D.	Daně a poplatky	30780	18928	22067	40 896	25557	24228
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	602 936	637956	710452	639 413	475788	477683
E.K.	Zúčtování konsolidačního rozdílu (+,-)	-22942	-21060	-20314	-20 227	-20555	-20555
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	113271	215202	177749	198 927	72477	58760

III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	69032	202073	131865	179 882	52323	41835
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	44239	13129	45884	19 045	20124	16925
F	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	68156	221415	215840	162 975	51359	39096
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	51209	208977	177472	148 152	34962	24214
F.2.	Prodáný materiál	16947	12438	38368	14 823	16397	14882
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek z provozní oblasti	-432991	-136206	-245357	-617 596	-376953	112483
IV	Ostatní provozní výnosy	719966	317741	390518	256 470	535167	249220
H.	Ostatní provozní náklady	623442	190625	230805	380 656	513370	197384
*	Konsolidovaný provozní výsledek hospodaření	1119912	506459	714535	601612	938804	31003
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	800	38269	1729	11 744	-	1971
J.	Prodanné cenné papíry	925	41345	39627	3 819	-	1761
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	5293	5539	4923	4 128	2522	1757
VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	923	644	1707	374	63	-
VII.3.	Výnosy z ostatních dlouhodobého finančního majetku	4370	17326	2733	1 454	1109	757
VIII	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	17049	56	8623	3 532	2661	3106

K.	Náklady finančního majetku	63	-	-			-
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	125194	38711	40097	6 693	17412	20858
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	34242	58392	31495	96 593	36386	9895
M.	Změny stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-	16787	-	-	-	32000
X.	Výnosové úroky	20800	106300	15574	14 575	10193	5358
N.	Nákladové úroky	105196	262235	76985	59 876	71980	81016
XI.	Ostatní finanční výnosy	454016	336846	604310	636 769	317365	251944
O.	Ostatní finanční náklady	481694	336846	715383	809 513	710884	335894
*	Konsolidovaný finanční výsledek hospodaření	1032	-164045	-188234	-292 360	-469097	-175572
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	114098	125453	91372	39 789	118985	-79300
Q.1.	-splatná	178480	94113	88968	83 978	66741	65881
Q.2.	- odložená	-64382	31340	2404	-44 189	52244	-145181
**	Kons. Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1006846	216961	434929	269 463	350722	-65269
XII.	Mimořádné výnosy	230	323	42	-	-	-
R.	Mimořádné náklady	-2335	-95	101	-	-	-
*	Konsolidovaný mimořádný výsledek hospodaření	2565	418	-59	-	-	-
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření nových podniků do data akvizice	-4422	15	-	6450	1836	-16
U.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníků	-	-	-	-2524	5315	

***	Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období bez podílu ekvivalence	1004989	217394	434870	260489	354201	-65253
	z toho: Výsledek hospodaření běž. Účet. Období bez menš.podílů	994 335	214455	425411	240712	340761	-74214
	Menšivový výsledek hospodaření za běž. Účet. Období	10654	2939	9459	19777	13440	8961
	Podíl na výsledku hospodaření v ekvivalenci	-12313	6022	1876	-17629	-6074	-8037
****	Konsolidovaný výsledek hospodaření za účetní období	982022	220477	427287	223083	334687	-82251

Příloha 3: Konsolidovaný přehled o peněžních tocích společnosti Vítkovice, a.s.

	V tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015
P.	Stav peněžních prostředků na začátku uč. Období	3083270	3495029	2807033	1024911	1320940	836876
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti							
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	1097977	345947	518718	262872	453672	-161551
A. 1.	Úpravy o nepežní operace	654341	719213	732051	190417	416417	714829
A.1. 1	Odpisy stálých aktiv	579994	616896	690138	659640	496343	498238
A.1. 2	Změna stavu opravných položek	-432991	-136206	-245357	-536504	-343819	115976
A.1. 3	Zisk (ztáta) z prodeje stálých aktiv	-17698	9788	83435	-39709	-17361	-17831
A.1. 4	Výnosy z dividend a podílu na zisku	-923	-1376	-2190	-2674	-1413	-1000
A.1. 5	Vyučtované nákladové úroky	84396	89513	61411	45301	61787	75658
A. 1. 6	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	406512	-54162	157936	56041	232514	16884
A.1. 7	Ostatní úpravy o konsolidované nepeněžní operace	35051	194760	-13322	8322	-11634	26904
A. *	Čistý peněžní tok z prov. čin. Před zdaněním změnami prac. kapitálu a mim. položek	1752318	1064710	1250769	453289	870089	553708
A. 2.	Změny stavu nepeněžních složek prac. Kapitálu	102831	-606519	1031324	524673	-876635	103495
A. 2. 1	Změna stavu pohledávek z prov. Čin	899283	-582606	-891590	-723537	140151	859389
A.2. 2	Změna stavu krátkodobých závazků z prov. Čin.	-390044	1003528	1676582	1076151	-282546	1226213
A.2. 3	Změna stavu zásob	-406408	-1027441	1816316	2324361	-734240	470319

A.2. 4	Změna stavu krátkodobého fin. Majetku	-	-	-	-	-	-
A. **	Čistý peněžní tok z prov. čin. Před zdaněním a mimořádnými položkami	1855149	458191	219445	977962	-6546	656773
A. 3	Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-105196	-106300	-76985	-59876	-71980	-81016
A. 4	Přijaté úroky	20800	16787	15574	14575	10193	5358
A. 5	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-178480	-94113	-88968	-83978	-56696	-69402
A. 6	příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy	2565	418	-59	-	-	-
A. 7	Přijaté dividendy a podíly na zisku od účetních jednotek mimo konsolidační celek	923	1376	2190	-	-	-
A. ***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	1595761	276359	71197	848683	-125029	511713
Peněžní toky z investiční činnosti							
B. 1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-1092790	-1578667	-658039	-525823	-434024	-390951
B. 2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	69832	240369	133612	171809	102323	43806
B. 3	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	-	-15501	-10810	-48226	22563	43002
B. ***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	1022958	1353799	-535237	-399486	-307725	-303143
Peněžní tok z finanční činnosti							
C. 1	Dopady změn dlouhodobých závazků	-161044	389444	1318082	-153168	51310	-248590
C. 2	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	0	0	0	0	0	-7
C. ***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-161044	389444	1318082	-153168	51310	-248597

F.	Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	411759	-687996	1782122	-	296029	-484064	-40027
R.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci uč. období	3495029	2807033	1024911	1320940	836876	796849	

Příloha 4: Bezriziková sazba a tržní výnos

Období	Výnos 10-ti letých státních dluhopisů (%)	Index RM (Kč)	Výnosnost indexu RM
01/2017	0,47	1176,97	-
12/2016	0,53	1143,33	-2,86 %
11/2016	0,55	1117,31	-2,28 %
10/2016	0,37	1125,15	0,70 %
09/2016	0,25	1085,20	-3,55 %
08/2016	0,29	1063,07	-2,04 %
07/2016	0,37	1044,78	-1,72 %
06/2016	0,45	1023,28	-2,06 %
05/2016	0,46	1389,31	35,77 %
04/2016	0,43	1961,08	41,16 %
03/2016	0,35	1933,45	-1,41 %
02/2016	0,46	1893,72	-2,05 %
01/2016	0,62	2518,52	32,99 %
12/2015	0,49	2051,47	-18,54 %
11/2015	0,49	2075,20	1,16 %
10/2015	0,56	2016,25	-2,84 %
09/2015	0,68	2042,20	1,29 %
08/2015	0,74	2075,85	1,65 %
07/2015	0,97	2033,54	-2,04 %
06/2015	1,10	1968,32	-3,21 %
05/2015	0,6	2103,04	6,84 %
04/2015	0,26	2087,05	-0,76 %
03/2015	0,35	2022,25	-3,10 %
02/2015	0,4	1977,59	-2,21 %
01/2015	0,35	1837,07	-7,11 %
12/2014	0,67	1871,51	1,87 %
11/2014	0,87	1852,64	-1,01 %
10/2014	1,10	1798,48	-2,92 %
09/2014	1,21	1882,05	4,65 %
08/2014	1,38	1841,59	-2,15 %
07/2014	1,49	1818,65	-1,25 %
06/2014	1,55	2028,31	11,53 %
05/2014	1,73	1976,88	-2,54 %
04/2014	2	2019,12	2,14 %
03/2014	2,20	2019,55	0,02 %
02/2014	2,28	2130,95	5,52 %
01/2014	2,43	2110,72	-0,95 %
12/2013	2,20	2014,44	-4,56 %
11/2013	2,18	2070,46	2,78 %
10/2013	2,33	1979,85	-4,38 %
09/2013	2,42	1918,10	-3,12 %
08/2013	2,40	1913,56	-0,24 %
07/2013	2,23	1742,15	-8,96 %
06/2013	2,14	1829,04	4,99 %
05/2013	1,67	1921,35	5,05 %
04/2013	1,82	1870,12	-2,67 %
03/2013	1,98	1938,24	3,64 %
02/2013	2,01	1957,40	0,99 %

1,14 %	Bezriziková sazba (R_F)
1,54 %	Tržní výnos (r_M)

Příloha 5: Beta koeficient

Období	Výnos akcie	Výnos indexu RM
01/2017	-	-
12/2016	7,69%	-2,86%
11/2016	-12,61%	-2,28%
10/2016	-4,34%	0,70%
09/2016	24,40%	-3,55%
08/2016	-40,30%	-2,04%
07/2016	-2,05%	-1,72%
06/2016	-0,87%	-2,06%
05/2016	-29,22%	35,77%
04/2016	-1,89%	41,16%
03/2016	-0,64%	-1,41%
02/2016	-10,71%	-2,05%
01/2016	-5,41%	32,99%
12/2015	-10,22%	-18,54%
11/2015	-1,08%	1,16%
10/2015	-11,19%	-2,84%
09/2015	18,99%	1,29%
08/2015	1,41%	1,65%
07/2015	-2,02%	-2,04%
06/2015	5,55%	-3,21%
05/2015	1,63%	6,84%
04/2015	-2,18%	-0,76%
03/2015	-3,27%	-3,10%
02/2015	-20,61%	-2,21%
01/2015	-5,39%	-7,11%
12/2014	-1,48%	1,87%
11/2014	1,57%	-1,01%
10/2014	-1,58%	-2,92%
09/2014	-3,57%	4,65%
08/2014	0,00%	-2,15%
07/2014	0,00%	-1,25%
06/2014	17,11%	11,53%
05/2014	0,60%	-2,54%
04/2014	-6,21%	2,14%
03/2014	-15,93%	0,02%
02/2014	17,99%	5,52%
01/2014	0,00%	-0,95%
12/2013	1,50%	-4,56%
11/2013	-0,07%	2,78%
10/2013	1,25%	-4,38%
09/2013	0,00%	-3,12%
08/2013	2,88%	-0,24%
07/2013	4,00%	-8,96%
06/2013	-18,48%	4,99%
05/2013	-4,42%	5,05%
04/2013	0,26%	-2,67%
03/2013	0,26%	3,64%
02/2013	-15,82%	0,99%

